

بُورصة الأوراق المالية



عبد الدين أحمد جبر



جبر ، علاء الدين أحمد مصطفى سالم
بورصة الأوراق المالية / علاء الدين أحمد
مصطفى سالم جبر . - القاهرة: الهيئة
المصرية العامة للكتاب، ٢٠٠٧.

٢١٦ ص : ١٧ سم

تدليك ٧١٠ ٤١٩ ٩٧٧

١ - البورصات ٢ - الأوراق المالية
(١) العنوان :

رقم الإيداع بدار الكتب ١٠٩٧٦ / ٢٠٠٧

I.S.B.N 977 - 419 - 710 - 0

ديوى ٢٢٢,٦٤٢

بُورصة الأوراق المالية

عبد الدين أحمد جبر



الهيئة المصرية العامة للكتاب
٢٠٠٧

الاخراج الفنى، عمر حماد على

تصميم الغلاف : الجبيلة حسين

إهداء

إلي روح والدي... رمز الإيمان
إلي والدي... رمز الكفاح والعطاء
إلي أخوتي... رمز التعاون والحب
إلي زوجتي وابنتي... رمز الوفاء والمستقبل
إلي أساتذتي... رمز القدوة والمثل الأعلى
إلي كل من ساعدني... له الشكر والعرفان بالجميل

مقدمة

تعتبر بورصة الأوراق المالية المرأة التي تعكس حالة الاقتصاد القومي، فإذا كانت هناك بورصة نشطة فلا بد أن يكون هناك اقتصاد قوى، وإذا حدث ركود اقتصادى فلا بد أن تلازمه بورصة غير نشطة، والبورصة هي محور الاقتصاد القومي تتأثر به وتتغنى بانتعاشه، وفى الوقت نفسه تؤثر فيه بدرجة كبيرة.

ولما كانت البورصة بهذه الأهمية بالنسب للاقتصاد القومي، فلا بد أن هناك عوامل كثيرة تؤثر على أداء هذه البورصة، قد تؤثر فيها بالإيجاب وتدعم نشاطها، وقد تؤثر فيها بالسلب وتضعف آداها، وقد مرت البورصة المصرية بتجربة كبيرة، حيث عاصرت عدة مراحل اختلفت فيها التوجهات السياسية، وبالتالي اختلفت السياسات الاقتصادية من فترة إلى أخرى.

ويرجع تاريخ التعامل فى الزوراق المالية فى مصر إلى عام ١٨٨٣، ومنذ هذا الوقت حتى عام ١٩٥٥ ظلت بورصة الأوراق المالية المصرية من أهم بورصات العالم، حيث شهدت البورصة المصرية عصرها الذهبى وأنتجت كوادرنية عالية الخبرة من السماسرة وكذلك المستثمرين

والمنظمين وغيرهم من المتخصصين في السوق المالية، وقد كان لدور البنوك زهمية كبرى في مواكبة تطور البورصة، ومن هذه التجارب تجربة بنك مصر في تنشيط حركة التعامل في سوق المال منذ عام ١٩٢٠، حيث كان يمتلك أكبر محفظة للأوراق المالية وذلك من خلال مشروعاته وإستثماراته الواسعة والتي كانت أوراقها المالية تمثل جانباً كبيراً من التعامل في السوق، كما كان لرجال الأعمال دور كبيراً في تنشيط البورصة، وذلك بإنشاء مجموعة من الشركات الصناعية والزراعية التي تم طرح وتداول أسهمها في السوق مما أدى إلى انتعاش البورصة، كما أن الهيئات والمصالح الحكومية كانت تشجع العاملين بها على الاكتتاب في الشركات الجديدة التي تؤسس وتطرح نسبة من أسهما على أقساط شهرية لكي لا يشعر العاملون بعبئها.

وقد استمرت البورصة تلعب دورها بكفاءة حتى صدور قرارات التأميم عام ١٩٦١، وقد أدى التزميم إلى انتقال ملكية أسهم الشركات التي تم تأميمها إلى الدولة مقابل سندات على الدولة لمدة ١٥ سنة بقائدة ٤٪ سنوياً، وقد أدى ذلك إلى استبعاد الأوراق المالية الخاصة بالشركات المؤممة من نطاق التداول في البورصة أو خارجها، مما أدى لإنكماش وركود التعامل في السوق بدرجة كبيرة، إضافة إلى أن السياسات الاقتصادية والاجتماعية التي أمّلت التأميم أدت إلى تلص وتضييق وانكماش حاد لمجالات عمل الطاع الخاص وقضت على المبادرات الفردية مما أدى إلى تحول نشاط الأفراد إلى إقامة المشروعات الفردية الصغيرة والبعاد عن إنشاء الشركات المساهمة وهي عصب العمل في البورصة، مما أدى إلى ضيق وتلاشي نشاط البورصة.

وعلى الرغم من الجهود المبذولة من قبل بنوك القطاع العام وشركات التأمين في ظل القانون رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ الخاص بنظام استثمار رأس المال العربي والأجنبي وغيره من القوانين الصادرة إبان فترة الإنفتاح الإقتصادي، إلا أن هذا لم يؤثر على حركة التداول في الأوراق المالية

كثيراً، لا بعد أن أولت الحكومة إهتماماً ملحوظاً بإعادة بناء سوق الأوراق المالية فى الثمانينيات من خلال التنظيمات، وقوانين الإصلاح الإقتصادى، وخاصة القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ خاص بشركات قطاع الأعمال العام ولائحته التنفيذية، وبداية تربية الخصخصة التى بموجبها تحولت بعض القطاعات الإنتاجية التى تمتلكها الدولة إلى قطاعات يمتلكها القطاع الخاص والأفراد من خلال طرح أسهم بقيمة رأس مال الشركة ويكون للعاملين فيها حصة فى الاكتتاب، مما أدى سيل متدفق من الأوراق المالية انتعشت بها البورصة، ثم القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق المال ولائحته التنفيذية والذى أعاد تنظيم سوق الأوراق المالية ووضع الضوابط لعمل البورصة والتعامل فيها، كما وضع نظام رقابى حاسم على العاملين بسوق الأوراق المالية والمتعاملين فيها، مما هباً مناخ الاستثمار فى البورصة وجذب رؤوس الأموال للاستثمار فيها بأمان، وما زالت الجهود تبذل سواء من الناحية التشريعية أو التنظيمية لتطوير البورصة بما يجعلها تواكب التطور العالمى.

وعلى ذلك فانتعاش البورصة وتنشيطها مرتبط بعوامل كثيرة ومتنوعة تتضافر جميعها لتحقيق التطوير والتقدم للبورصة، ويرى الباحث أن القوانين والتشريعات والسياسات الإقتصادية، فضلاً عن العنصر البشرى، تعتبر من أهم العوامل المؤثرة فى أداء بورصة الأوراق المالية المصرية بصفة عامة، وعلى ذلك سوف نتناول فى هذا البحث هذين العاملين بالدراسة فى ضوء القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١، والقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وهما من أهم القوانين التى تأثرت بها البورصة فى العصر الحديث.

المحتويات

الفصل الأول: ماهية بورصة الأوراق المالية.

الفصل الثاني: نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية.

الفصل الثالث: عناصر بورصة الأوراق المالية.

الفصل الرابع: علاقة بورصة الأوراق المالية بباقي عناصر سوق المال.

المبحث الأول: علاقة بورصة الأوراق المالية بسوق النقد.

المبحث الثاني: علاقة بورصة الأوراق المالية بسوق رأس المال

(الأموال المتوسطة وطويلة الأجل).

الباب الأول

أهم التشريعات والسياسات الاقتصادية المؤثرة على أداء بورصة الأوراق المالية.

المبحث الأول: أهم التشريعات المنشئة للبورصة والقوانين

المنظمة لها ودورها في مرونة حركة رعوس الأموال

المبحث الثاني: أهم القوانين والقرارات المؤثرة على بورصة

الأوراق المالية.

الفصل الثاني: أثر أهم السياسات الاقتصادية على نشاط بورصة الأوراق

المالية.

المبحث الأول: أسيااسة التأميم وأثرها السلبى على أداء البورصة.
المبحث الثانى: سيااسة الخصخصة ودورها فى دعم وتشطيط
بورصة الأوراق المالية.

الباب الثانى

العنصر البشرى وأثره المباشر على أداء بورصة الأوراق المالية
الفصل الأول: القائمون على إدارة البورصة وحرية التخطيط وإتخاذ القرار.
المبحث الأول: الإدارة ودورها والأهداف التى تسمى لتحقيقها
لتتمية البورصة.

المبحث الثانى: وظيفة التخطيط ووضع السياسات.
المبحث الثالث: حرية إتخاذ القرار وضرورة تحمل نتائجه.
الفصل الثانى: الشفافية وتكنولوجيا نظم المعلومات وأثرهما على أداء
البورصة.

الفصل الثالث: سماسرة بورصة الزوراق المالية.

المبحث الأول: دور السماسرة فى تشطيط عمل البورصة.
المبحث الثانى: شركات الوساطة فى الأوراق المالية ودورها
المنشود فى النهوض بالبورصة.
الفصل الرابع: سلوك المستثمرين فى الزوراق المالية ودوره فى التأثير على
أداء البورصة.

المبحث الأول: تعدد ورختلاف أهداف المستثمرين فى الأوراق
المالية.

المبحث الثانى: تأثر أداء البورصة بسلوك المستثمرين.

باب تمهيدى

ماهية بورصة الأوراق المالية

مقدمة

تتطلب دراسة موضوع العوامل المؤثرة على أداء بورصة الأوراق المالية معرفة بعض المفاهيم والمعلومات الأساسية عن هذه البورصة وذلك من خلال معرفة ماهية بورصة الأوراق المالية وأهمية ووظائف هذه البورصة، ثم التعرف على نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية وعناصر هذه البورصة وعلاقتها بباقي عناصر سوق المال، لذلك سوف نتناول في هذا الباب هذه الموضوعات بإيجاز ونقسمه إلى أربعة فصول كالآتي:

الفصل الأول : ماهية بورصة الأوراق المالية.

الفصل الثاني : نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية.

الفصل الثالث: عناصر بورصة الأوراق المالية.

الفصل الرابع: علاقة بورصة الأوراق المالية بباقي عناصر سوق المال.

الفصل الأول

ماهية بورصة الأوراق المالية

لكي نتعرف على ماهية بورصة الأوراق المالية يجب أن نلم بتعريف البورصة بصفة عامة وتعريف بورصة الأوراق المالية بصفة خاصة، ثم نقوم بعرض لمحة موجزة عن قيد الأوراق المالية في جداول البورصة سواء الجداول الرسمية أو غير الرسمية وشروط القيد بالنسبة لكل نوع من الجداول، ومزايا القيد في هذه الجداول، ثم نتعرف على الأحكام العامة لتداول الأوراق المالية في البورصة في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وأخيراً نتناول أهمية بورصة الأوراق المالية ووظائفها.

لذا تنقسم دراستنا في هذا الفصل إلى خمسة بنود كالآتي :

- ١- تعريف البورصة .
- ٢- تعريف بورصة الأوراق المالية.
- ٣- قيد الأوراق المالية في جداول البورصة.
- ٤- أحكام عامة لتداول الأوراق المالية في البورصة في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .
- ٥ - أهمية بورصة الأوراق المالية ووظائفها.

١ - تعريف البورصة؛

البورصة بصفة عامة هي مكان يُعقد فيه إجتماع في مكان معين، وفي مواعيد معينة، بين متعاملين بالبيع والشراء في أوراق مالية أو حاصلات زراعية، أو منتجات صناعية، وتطلق كلمة بورصة أيضاً على مجموع العمليات التي تتم أثناء هذا الاجتماع^(١)، وقد عم إستعمال كلمة بورصة منذ القرن السادس عشر واختلف الفقهاء حول مصدر هذه الكلمة، فذهب رأى إلى أن الأصل في كلمة «بورصة» أنها مشتقة من إسم أحد كبار التجار الأغنياء وكان إسمه «هان دن بورص» وكان يقيم في مدينة بروج في بلجيكا، وكان يجتمع عنده عدد كبير من التجار لعقد الصفقات التجارية، ورأى آخر يرجع أصل كلمة بورصة إلى أنها تأتي من أن إجتماعات بعض كبار التجار كانت في منزل قد نقشت على واجهته الخارجية ثلاثة أكياس للنقود (Bourse) واشتقت كلمة بورصة من اللفظ الإنجليزي^(٢).

٢ - تعريف بورصة الأوراق المالية؛

يمكن تعريف بورصة الأوراق المالية بأنها السوق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية بيعاً وشراءً، بحيث تشكل إحدى القنوات التي ينساب فيها المال بين الأفراد والمؤسسات والقطاعات المتنوعة في المجتمع، بما يساعد على تنمية الإدخار وتشجيع الإستثمار من أجل مصلحة الإقتصاد القومي^(٣).

وبالتالي فإن بورصة أو سوق الأوراق المالية تضم في تعريفها كل ما يتعلق بالتعامل في الأوراق المالية، سواء عند إصدارها لأول مرة أو عند تداولها بعد ذلك، لذا يمكن التمييز بين سوقين أساسيين في نطاق بورصة الأوراق المالية، الأولى هي السوق التي يتم فيها التعامل على

(١) د. حسن لبيب، البورصات، القاهرة، المطبعة الأميرية، سنة ١٩٤٧، ص ١.

(٢) د. السعيد فريجات، د. ناجي خضبة، إدارة المنشآت المالية، دار أم القرى بالتمصورة، سنة ١٩٩٧، ص ٢٤١.

(٣) نص القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال في مادته ال ١٥ على أن يتم هيد وتداول الأوراق المالية في سوق تسمى بورصة الأوراق المالية.

الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة، ويمكن تسميتها بسوق الإصدار أو السوق الأولية، والثانية هي السوق التي يتم فيها التعامل على الأوراق المالية التي سبق إصدارها، ويمكن تسميتها بسوق التداول أو السوق الثانوية. وفيما يلي عرض موجز لكل من السوقين :

أ- سوق إصدار الأوراق المالية (السوق الأولية) :

يتم في نطاق هذه السوق التعامل على الأوراق المالية عند إصدارها لأول مرة ويتم ذلك عن طريق ما يسمى بالإكتتاب، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس الشركات الجديدة، أو عند زيادة رأس مالها بعد التأسيس، أو بإصدار السندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل. والإكتتاب في الأسهم قد يكون مغلّقاً أى مقصوراً على المؤسسين وحدهم، أو يكون عاماً وذلك عن طريق طرح كل أو بعض أسهم الشركة على الجمهور للاكتتاب فيها، أما الإكتتاب في السندات غالباً ما يكون عاماً، حيث يتم اللجوء إلى الجمهور للإكتتاب في السندات، وكثيراً ما يتم الإكتتاب عن طريق الإستعانة بالبنوك، التي تتلقى رغبات الإكتتاب من الجمهور وتقوم بتجصيل المبالغ المطلوبة عند الإكتتاب وإيداعها لحساب أصحاب الحق فيها، إلا أنه قد توجد شركات متخصصة تسمى شركات الإكتتاب هي التي تتولى مسئولية تغطية الإكتتاب، سواء بتوزيع قيمته على عملائها، أو الإكتتاب فيه كلياً أو جزئياً، ثم التصرف في الأوراق المالية بعد ذلك عندما تسمح ظروف السوق، وهي تتقاضى عمولة على ذلك، وقد تحقق أرباحاً في حالة ما إذا باعت الأوراق بضمن يزيد عن ثمن شرائها لها^(١).

ب- سوق تداول الأوراق المالية (السوق الثانوية) :

يتم في نطاق هذه السوق التعامل على الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية ويتم الإكتتاب فيها، ويشمل تداول هذه الأوراق

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة القاهرة؛ كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٩٧، ص ٣.

بالسوق الثانوية البيع والشراء بين حاملها وأى مستثمر آخر، فحاملوا هذه الأوراق هم الذين يحصلون على ناتج عملية البيع ويتحملون الخسارة فى حالة نقص سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها، ويجنون المكاسب فى حالة زيادة سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها .

ومن الملاحظ أنه من الممكن أن تكون هناك منشآت تتعامل فى كلا السوقين، أى تتعامل فى شراء وبيع الأوراق الجديدة وكذلك فى شراء وبيع الأوراق المالية السابق إصدارها، هالبنوك التجارية تقوم بتلقى طلبات الاكتتاب فى الأوراق المالية الجديدة التى تصدرها الوحدات ذات المعجز المالى، وفى نفس الوقت تقوم بشراء وبيع الأوراق المالية السابق إصدارها لحسابها أو لحساب العملاء، وهى بذلك تكون جزءاً من السوق الأولية وفى نفس الوقت جزءاً من السوق الثانوية^(١).

٣- قيد الأوراق المالية فى جداول البورصة :

وقد نص قانون سوق رأس المال فى مادته الـ ١٦ على أنه يتم قيد الأوراق المالية فى جداول البورصة ويكون القيد بناءً على طلب الجهة المصدرة لها ويتم قيد الورقة وشطبها بقرار من إدارة البورصة فى نوعين من الجداول:

• جداول رسمية: تقيد أسهم شركات الإكتتاب العام والسندات وصكوك التمويل والأوراق المالية التى تطرحها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم فى اكتتاب عام بشرطين :

أ - ألا يقل ما يطرح من الأسهم الاسمية للإكتتاب العام عن ٣٠٪ من مجموع أسهم الشركة .

ب - ألا يقل عدد المكتتبين فى الأسهم المطروحة عن مائة وخمسين ولو كانوا من غير المصريين.

(١) د. عبد المنعم أحمد التهامي، التمويل : مقدمة فى الإستثمارات والمنشآت المالية، القاهرة، مكتبة عين شمس، سنة ١٩٩١، ص ١٠٢.

كما تقيد فى الجداول الرسمية الأوراق المالية التى تصدرها الدولة وتطرح فى إكتتاب عام، والأسهم والأوراق المالية الأخرى لشركات القطاع العام وشركات قطاع الأعمال العام.

- جداول غير رسمية : وتقيد بها الأسهم وغيرها من الأوراق المالية التى لا تتوافر فيها شروط القيد فى الجداول الرسمية فضلاً عن الأوراق المالية الأجنبية، ويترتب على قيد الأوراق المالية فى البورصة عدة مزايا تعود على كل من المستثمرين والشركات وهى^(١):

أولاً: مزايا القيد بالنسبة للمستثمرين :

١ - يضمن قيد الأوراق المالية بالبورصة للمستثمرين سلامة هذه الأوراق المصدرة من الناحية القانونية إلى حد ما، وأن الشركة المصدرة لها تكونت بشكل قانونى وكانت فى حالة يُسر مالى وقت القيد .

٢ - تمكين المستثمرين من معرفة أسعار أوراقهم، والتى تكون موضع تساؤل من البنوك التى تقدم قروضاً بضمان تلك الأوراق المالية، إذ يمكنها تتبع قيمتها فى سوق مستمرة ومفتوحة (البورصة).

٣ - تمكين المستثمرين من تحويل أوراقهم المالية إلى نقدية بسرعة وسهولة.

٤ - يحمى تداول الأوراق المالية فى بورصات منظمة المستثمرين من خطر التقلبات العنيفة للأسعار، التى يتعرضون لها فى حالة الأوراق غير المقيدة.

٥ - يضمن قيد الأوراق المالية بالبورصة للمستثمرين عنصر الشفافية والإفصاح عن المعلومات الخاصة بالشركة عن طريق القوائم المالية التى تلزم البورصة الشركات بنشرها .

ثانياً: مزايا القيد بالنسبة للشركات:

١- يؤدى قيد الأوراق المالية فى البورصة إلى توزيع الاصدارات على نطاق واسع، مما يؤدى إلى خلق اهتمام كبير بين الجمهور فيما يتعلق بنمو الشركة ونجاحها .

(١) د. جميل أحمد توفيق، الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، دار المعارف، ١٩٦٣، ص ٣٩.

٢ - يعتبر قيد الأوراق المالية في جداول الأسعار والنشرات المختلفة التي تصدرها البورصة بمثابة إعلان دائم عن الشركة.

٣ - يعمل القيد على تعريف جمهور المستثمرين بالشركة وأوراقها المالية، وهذه الحقيقة تسهل من عمليات التمويل في المستقبل (أى عند إصدار أوراق مالية جديدة).

والجدير بالذكر أنه على الرغم من المزايا السابقة فكثير من شركات المساهمة غير مقيدة بالبورصة، ولعل ذلك يرجع إلى أن هذه الشركات لا ترغب في توزيع أوراقها المالية على نطاق واسع، أو قد لا يرغب البعض الآخر في تقديم المعلومات والبيانات التي تطلبها البورصة في حالة القيد، أو أن بعض الشركات لا يتوافر فيها الشروط المقررة والضرورية للقبول في البورصة.

جدول رقم (١)

الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية

نهاية يونيو ٢٠٠٠			نهاية يونيو ١٩٩٩			
القيمة السوقية لبرعوس الأموال	القيمة الاسمية لبرعوس الأموال	عدد الشركات بالوحدة	القيمة السوقية لبرعوس الأموال	القيمة الاسمية لبرعوس الأموال	عدد الشركات بالوحدة	
١٩٧٣٤	٦٩٥٣٥	١٠٣٦	٩٤٨٤٣	٤٠٨٩٧	٩٦٠	الإجمالي
٢٥٦٢٨	١٠٦٠٣	١٤٢	٢٨٦٩١	٨٠٢٤	١٣٧	شركات مقيدة بالجداول الرسمية
٩٤١٠٦	٥٨٩٣٢	٨٩٤	٦٦١٥٢	٣٢٨٧٣	٨٢٣	شركات مقيدة بالجداول غير الرسمية

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال.

ومن الملاحظ أيضاً أن عدد الشركات المقيدة بالجدول غير الرسمي تبلغ أضعاف عدد المقيدة بالجدول الرسمي، جدول رقم (١) وقد يرجع ذلك إلى رغبة أصحاب الشركات في عدم تداول أسهمها إلا داخل نطاق مغلق من الأقارب والمعارف، أو أن بعض الشركات لا يتوافر فيها شروط القيد بالجدول الرسمية للبورصة، وقد بلغ عدد الشركات المقيدة ١٠٣٦ شركة في نهاية يونيو ٢٠٠٠ منها ١٤٢ شركة مقيدة بالجدول الرسمية و٨٩٤ شركة مقيدة بالجدول غير الرسمية، وقد بلغت القيمة السوقية لرؤوس أموال الشركات المقيدة بالجدول الرسمية ٢٥,٦ مليار جنيه في نهاية يونيو ٢٠٠٠ لتصل إلى ١٠,٦ مليار جنيه، وبالنسبة للشركات المقيدة بالجدول غير الرسمية، فقد زادت القيمة السوقية لرؤوس أموالها لتصل إلى ٩٤,١ مليار جنيه، وقيمتها الإسمية، ٥٨,٩ مليار جنيه وذلك في نهاية يونيو ٢٠٠٠ .

٤- أحكام عامة لتداول الأوراق المالية في البورصة في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

أ - حظر القانون تداول الأوراق المالية المقيدة في أية بورصة خارجها ولا وقع التداول باطلاً، وأوجب الإعلان في البورصة عن عمليات تداول الأوراق المالية غير المقيدة، وذلك وفقاً للقواعد التي يصدر بتنظيمها قرار من مجلس إدارة الهيئة العامة للاستثمار.

ب - أوجب القانون أن يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك (شركات الوساطة) ولا وقع التعامل باطلاً، وتضمن الشركة سلامة العملية التي تتم بواسطتها.

ج - أجاز القانون صدور قرار من رئيس البورصة بوقف عروض وطلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار، وإلغاء العمليات التي تتم بالمخالفة لأحكام القوانين واللوائح والقرارات الصادرة تنفيذاً لها أو التي تتسم بسعر لا مبرر له، كما أجاز له وقف التعامل على ورقة مالية، إذا كان من شأن استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق أو المتعاملين فيه،

كما أعطى القانون لرئيس هيئة سوق المال حق إتخاذ نفس الإجراءات فى الوقت المناسب.

د - أجاز القانون لرئيس هيئة سوق المال إذا طرأت ظروف خطيرة أن يقرر تعيين حداً أعلى وحداً أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار الإقبال فى اليوم السابق على القرار، وتفرض هذه الأسعار على المتعاقدين فى جميع بورصات الأوراق المالية، وأوجب على رئيس الهيئة إبلاغ القرار فور إتخاذه إلى وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية، وأعطى القانون للوزير الحق أن يوقف تنفيذه ويبين طريقة تعيين الأسعار ومراقبة الأعمال فى البورصات.

هـ - أوجب القانون إنشاء صندوق خاص تكون له الشخصية المعنوية لتأمين المتعاملين من المخاطر غير التجارية الناشئة عن أنشطة الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية.

ونلاحظ من الأحكام العامة السابقة أن المشرع أعطى مرونة وسرعة فى إتخاذ القرار لكل من رئيس البورصة ورئيس هيئة سوق المال ووزير الاقتصاد، بعد أن نظم عملية التداول فى البورصة بدرجة عالية عن طريق الشركات المتخصصة وداخل مقصورة البورصة، لمنع أى تعاليل أو إستغلال أو غش، ولإعطاء أكبر حماية للمتعاملين فى البورصة والمستثمرين، حتى يرتفع عامل الثقة والأمان، والذي يُعد من أهم الشروط اللازمة لجذب المدخرات للإستثمار فى البورصة.

٥- أهمية بورصة الأوراق المالية ووظائفها :

تلعب البورصة دوراً هاماً بالنسبة للوحدات الإقتصادية التى ترغب فى إصدار أوراق مالية جديدة، حيث أن الأسعار السائدة فى البورصة تعتبر مرشداً لهذه الوحدات عند تسعير الأوراق المالية الجديدة فى السوق. الأولى، كما أن وجود السوق الثانوية يُشجع الأفراد على شراء الأوراق المالية الجديدة من السوق الأولية نظراً لإمكانية بيعها مرة أخرى عند الحاجة الى نقد.

كما تلعب البورصة دوراً هاماً في تعبئة المدخرات وتوجيهها بشكل مباشر إلى الاستثمار في القطاعين الصناعى والزراعى وغيرهما من القطاعات الهامة للإقتصاد القومى: هذا الى جانب قيام البورصة بدور هام فى تمويل الأنشطة الإنتاجية العامة والخدمات الحكومية، وذلك من خلال تدعيمها للسندات الحكومية التى تتداول فيها، فكون البورصة هى إحدى قنوات تمويل النشاط الإقتصادى مما يتضح معه أهميتها ودورها المؤثر فى نمو النشاط الإقتصادى، وما يصاحب هذا النمو من زيادة فى الناتج القومى ومتوسط دخل الفرد الحقيقى، ونظراً لهذه الأهمية فقد أعطت كثير من الدول النامية مزيداً من العناية ببورصة الأوراق المالية بها، بهدف تخفيف حدة ظاهرة قصور قنوات التمويل الداخلى عن مد المشروعات الهامة بإحتياجاتها الأساسية من الأموال اللازمة لتحريك أنشطتها التجارية، (مثل هونج كونج وسنغافورة) وبذلك تضمن هذه الدول توفير الأموال متوسطة وطويلة الأجل للمشروعات الإنتاجية، خاصة إذا عجز الجهاز المصرفى عن تحقيق ذلك لإعتبارات تحكمه، ولا نفعل ما تقوم به البورصة من دور هام يؤدى إلى إستقرار الأسعار إستقراراً نسبياً نتيجة التعامل شراءً وبيعاً بصفة منتظمة ويومية^(١).

٦- كفاءة سوق الأوراق المالية،

حتى يقوم سوق رأس المال بتخصيص المدخرات لأفضل الإستثمارات لابد أن يكون كفاء وهناك معيارين لكفاءة سوق الأوراق المالية هما:

أ- معيار الكفاءة التشغيلية:

وهى قدرة سوق الأوراق المالية على أداء وظائفه التشغيلية بأقل تكلفة معاملات ممكنة، بحيث يكون السوق مفتوح أمام جميع المستثمرين، وتكون هناك حرية الدخول والخروج من وإلى السوق، وهى مصر نجد أن سوق الأوراق المالية غير كفاء من الناحية التشغيلية حيث توجد تكلفة

(١) د.سيد الهوارى، الإدارة المالية، مكتبة عين شمس، سنة ١٩٩٦، ص ٣٧.

معاملات كبيرة تشمل مصاريف الإصدار، وعمولة شركات الوساطة (السمسار)، تكلفة الحفظ المركزي وغيرها، وكلها يتحملها المستثمر، ولذا فإن صفار المستثمرين ربما تحول تكلفة المعاملات بينهم وبين التعامل في البورصة.

ب- معيار الكفاءة التسعيرية:

هى أن أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات ذات العلاقة بتلك الأوراق المالية، بحيث تعبر عن قيمتها الحقيقية، أو بمعنى آخر، السوق كفاء من منظور تسعيرى لو أن جميع المعلومات متاحة لجميع المستثمرين فى وقت واحد، بحيث لا يمكن لأى منهم أن يستأثر بمعلومات معينة، بحيث يحقق من ورائها أرباح غير عادية، وهنا يلاحظ أن الكفاءة التسعيرية تستلزم أن يكون هناك كفاءة تشغيلية إبتداء، كما أن هناك ثلاث مستويات للكفاءة التسعيرية على الوجه التالى:

- **المستوى الضعيف للكفاءة:** إذا لم يستطع أى مستثمر المتاجرة بالمعلومات التاريخية مثل أسعار الأوراق المالية للسنوات السابقة.

- **المستوى نصف القوى للكفاءة:** إذا لم يستطع أى مستثمر المتاجرة بالمعلومات الحالية المتاحة للنشر مثل القوائم المالية للشركة^(١).

- **المستوى القوى للكفاءة:** إذا لم يستطع أى مستثمر المتاجرة بالمعلومات الخاصة غير المتاحة للنشر مثل خطة الشركة للإندماج.

وفى مصر لم يصل حجم التعامل فى سوق الأوراق المالية إلى الدرجة التى تسمح بقياس كفاءته حيث لازال سوقاً بسيطاً، كما أن عدد الأسهم النشطة لازال بسيطاً، والأمل أن يزيد حجم التعامل والنشاط لأكبر عدد من الأسهم بحيث تزيد كفاءة السوق ويحقق وظيفته الاقتصادية.

(١) د. محمد عبده محمد مصطفى، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل فى البورصة، مكتبة كليوباترا للطباعة، القاهرة، سنة ١٩٩٩ ص ٢٤ وما بعدها.

الفصل الثانى

نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية

إذا أردنا أن نتعمق فى دراسة بورصة الأوراق المالية يجب أولاً: أن نتعرف على نشأة هذه البورصة ونلمس مراحل تطورها منذ نشأتها وحتى وضعها الحالى، وقبل ذلك يجب أن نلقى نظرة سريعة على نشأة البورصات بصفة عامة أى بورصات البضائع، ثم نعرض فى لمحة سريعة لمراحل تطور هذه البورصات، وعلى ذلك سوف تنقسم دراستنا فى هذا الفصل إلى بندين كما يلى:

١- نشأة البورصات وتطورها .

٢- نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية المصرية.

١ - نشأة البورصات وتطورها :

تعتبر البورصات عموماً بشكلها الحالي من النظم الحديثة. غير أن أصول هذا النظام ترجع إلى الماضى البعيد، حيث تكونت النواة الأولى للبورصات من التطور الكبير الذى حدث للأسواق الصغرى والكبرى، فقد كانت الجماعات فى العصور الأولى من المدنية - طبقاً لنظام الإقتصاد العائلى - مستقلة بنفسها، قائمة بحاجاتها، حيث كانت الحاجات قليلة ومحدودة النطاق، فلما تعددت الحاجات وبدأ تقسيم العمل بشكل بسيط، شعر أعضاء الجماعة الواحدة بضرورة التلاقى فى أماكن معينة وأوقات محددة لتبادل المنتجات، وكانت تعقد بعض الأسواق لأهميتها مرة أو مرتين فى كل عام، كما وجدت أسواق أخرى صغيرة إسبوعية أو يومية، وكانت الأسواق الكبرى فى المناطق السهلة المسلك أو التى هى بطبيعتها الجغرافية فى ملتقى طرق متعددة، ووضع لهذه الأسواق من التشريعات ما يكفل سلامة أرواح التجار وأموالهم ومعاملاتهم، وأقيمت بجوارها مخازن كما وجد موقوفون لتحرير عقود المعاملات بين التجار.

وكانت المرحلة الأخيرة لكل سوق عبارة عن عمليات دقيقة لتسوية الحسابات بين المتعاملين من شعوب مختلفة لكل منها نقده الخاص، وعندما تقترب مدة السوق من الإنتهاء تبدأ عمليات الصرافة التى يقوم بها الصيارفة ويبادلون مختلف النقود، ويتحولون عند الحاجة الى مُقرضين كما كانوا يقومون بعمليات المقاصة بين مختلف الديون والحقوق ويؤجلون الدفع للسوق المقبل، لذا إكتملت حركة البضائع بحركة كبيرة فى الأموال، فأصبح السوق للبضائع وللصكوك فى آن واحد، وكانت تدفع النقود فوراً عقب إستلام البضائع، ولما كان نقل النقود منبع خطر لأصحابها، أخذت تحل الأوراق التجارية مكان النقود، وبذلك كانت الأسواق مهداً لتطور العمليات التجارية والمصرفية.

وبذلك مهدت الأسواق الكبرى لظهور البورصات التى كانت عبارة عن إجتماعات دورية فى مكان معين يقلب فيها أن تكون يومية بين التجار

وأشخاص متعاملين بالتجارة-سواء كانوا مقرضين أو وسطاء أو وكلاء- الغرض منها عقد عمليات تجارية بغير تقديم أو نقل للبضاعة أو دفع فوري لثمنها، وبذلك ظهرت البورصة، وقد عم استعمال كلمة بورصة منذ القرن السادس عشر وكان التعامل في البورصات قاصراً في بادئ الأمر على البضائع فحسب، حيث كانت أسواق الأوراق المالية في الأسهم والسندات مجهولة، لأن الشركات المساهمة لم تكن قد إنتشرت بعد، ولم تكن قروض الحكومة كافية لتكوين هذه السوق، ولما إتسعت دائرة قروض الحكومات وتأسست المنشآت الكبيرة مما أوجد حركة قوية للتعامل في الصكوك المالية من أسهم وسندات، ظهرت بورصات الأوراق المالية بجانب بورصات البضائع، وكان يجري التعامل بالصكوك دون تنظيم على قارعة الطريق في المدن الكبرى، التي عرفت بهذا النوع من التجارة إلا أنها إستقرت بعد ذلك في أبنية خاصة بها، كما سبقتها من بورصات البضائع، وأدت كثرة المضاربات التي قام بها السماسرة خلال القرن الثامن عشر لتدخل السلطات العامة بشأنهم، وإستقر بهم الأمر في أوائل القرن التاسع عشر في أبنية خاصة بهم في البورصات ودخلت أعمالهم بذلك في دور الانتظام^(١).

٢- نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية المصرية:

نشأت بورصة الأوراق المالية المصرية على نمط بورصات مختلف البلدان كمرحلة لاحقة لبورصة البضائع.

وقد أنشأت البورصة بالمبادرة من القطاع الخاص حيث كان السماسرة يجتمعون لعقد الصفقات فيما بينهم على قارعة الطريق، وفي بعض المقاهى مثل مقهى نيوبار بميدان الأوبرا بالقاهرة منذ عام ١٨٨٣م، حيث لم تكن المعاملات تخضع لقواعد مدونة وإنما طبقاً للمادات والتقاليد التي يالفونها، ولم تفلح الجهود في خلق سوق منظمة لرأس المال في

(١) د. تاجى خشبة، إدارة المنشآت المالية، دار أم القرى بالمنصورة، سنة ١٩٩٧، ص ٣٣٩ وما بعدها.

نهاية القرن التاسع عشر نتيجة لعدم كفاية الأوراق المتداولة لسير العمل في بورصة منظمة وعدم وجود دور واضح للإدارة الإقتصادية في خلق سوق المال، إلا أنه نتيجة للتطورات الإقتصادية التي شهدتها مصر في أوائل القرن العشرين نتيجة لإرتفاع قيمة الأراضى الزراعية، وتدفق رؤوس الأموال الأجنبية للإستثمار في مصر، وانتشار الشركات المساهمة خصوصا في مجال إستصلاح الأراضى والتعمير، مثل شركة مساهمة البحيرة وشركة كوم امبو للاستصلاح والتعمير وبعض البنوك، ويوضح الجدول رقم (٣) بعض الشركات والبنوك التى أنشأت خلال الفترة من ١٨٨٠ حتى ١٩١١ موضحاً سنة الانشاء وعدد الأسهم ورأس المال، وقد استمر نشاط إنشاء الشركات المساهمة في الزيادة المضطردة مما هيا المناخ الملائم لنمو وتطور نشاط سوق الأوراق المالية حينذاك.

جدول رقم (٢)
الشركات والبنوك التي أنشئت في مصر وسنة الأساس ورأس المال وعدد الأسهم
المصدرة خلال الفترة ١٨٨٠ إلى ١٩١١

٢	اسم الشركة	سنة الإنشاء	رأس المال	عدد الأسهم المصدرة
	أولاً: شركات تنمية الأراضي الزراعية وهو من أهم المجالات الاستثمارية في ذلك الوقت:			
١	البنك العقاري المصري سنة ١٨٨٠ وذلك لتقديم الائتمان اللازم للتشاهد الزراعي	١٨٨٠	٨ مليون جنيه	٤٠٠ ألف سهم
٢	شركة مساهمة البحيرة لتنمية الأراضي الزراعية	١٨٨١	٧٥٠ ألف جنيه	١٥٠ ألف سهم
٣	الشركة المقارية المصرية	١٨٩٦	١١٦ ألف جنيه	٢٩ ألف سهم
٤	شركة المباحث والأعمال المصرية	١٩٠٤	١٢٧٥٢٠ جنيه	١٢٧٥٢ سهما
٥	شركة وادي كوم أمبو	١٩٠٤	١٧٥٥٠ مليون	٤٥٠ ألف سهم
٦	شركات بنك الأراضي المصري	١٩٠٥	١٩٠٥ مليون جنيه	٢٠٠ ألف سهم
٧	الشركة الإنجليزية المصرية لتجهيز الأراضي	١٩٠٥	٦٠ ألف جنيه	٤٠ ألف سهم
٨	شركة الفريية المقارية	-	-	-
٩	شركة الشيخ فضل لاستصلاح الأراضي	-	-	-
١٠	شركة الاتحاد العقاري المصري	-	-	-
١١	شركة الأعمال المصرية لأراضي البناء الزراعية	-	-	-
١٢	شركة ترام الإسكندرية	١٨٩٧	-	-
١٣	شركة النبل الصناعية	١٨٩٩	-	-
١٤	شركة الفنادق الأهلية المصرية	١٨٩٩	-	-
١٥	شركة فنادق مصر الكبرى	١٨٩٩	-	-
١٦	شركة فنادق الوجه القبلي	١٨٩٩	-	-
١٧	الشركة المحلية لميناء الإسكندرية	١٩٠٥	-	-
١٨	شركة أراضي القباري	١٩٠٧	-	-
١٩	شركة الممادي المقاري	١٩٠٤	-	-
٢٠	شركة سكة حديد مصر الكهربائية	١٩٠٦	-	-
	ثانياً، أما في القطاع الصناعي فقد أنشئ العديد من الشركات منها:			
٢١	شركة أقطان كفر الزيات	١٨٩٤	-	-
٢٢	شركة الملح والصودا المصرية	١٨٩٩	-	-
٢٣	شركة المكاييس المصرية العمومية	١٨٨٩	-	-
٢٤	شركة المخازن المصرية العمومية	١٨٨٩	-	-
٢٥	شركة الغزل الأهلية	١٩١٢	٥٦٦٥٠٠	قيمة السهم
٢٦	شركة آبار الزيوت الإنجليزية	١٩١١	جنيه استرليني	جنيه واحد

المصدر، سيد احمد، نبيل عبد الحميد، النشاط الاقتصادي للأجانب وأثره في المجتمع المصري، القاهرة ١٩٨٢.

فقد حفزت هذه التطورات السماسرة ورجال الأعمال على بذل المزيد من الجهد والمحاولات لإنشاء سوق الأوراق المالية والتي بدأت نشاطها في الإسكندرية سنة ١٩٠٣م، وفي القاهرة سنة ١٩٠٧م من خلال شركة تم إنشاؤها بالتعاون مع نقابة السماسرة، وقد كان تنظيم شئون التعامل في الأوراق المالية وقيدتها في جدول الأسعار وتنظيم العلاقة بين السماسرة والجمهور يتم عن طريق نقابة السماسرة وهي التي تنظم العمل في البورصة.

وكان لحدوث الأزمة العنيفة عام ١٩٠٧ للبورصة حيث تدهورت السوق وأهلست الشركات - نتيجة المضاريات بعقود البيع الآجل - التي نمت خلال سنوات الإزدهار، وترجع هذه الأزمة إلى أن الأسس والقواعد التي وضعها السماسرة لإدارة وتنظيم البورصة كانت قواعد غير مدونة، ولم تقوى السوق على مواجهة تيارات المضاربة الشديدة مما أثر تأثيراً كبيراً على سوق الأوراق المالية، وكان لحدوث هذه الأزمة أكبر الأثر لظهور فترة الإصلاح النقدي سنة ١٩٠٩ ووضع أول لائحة للبورصات بالأمر العالي سنة ١٩٠٩م، وتم إصلاح سوق الأوراق المالية وتنظيمها ووضع القواعد والأسس التي تحكم سير العمل بها^(١).

وقد تم إغلاق البورصة أثناء الحرب العالمية الأولى من سنة ١٩١٤م حتى سنة ١٩١٦م حيث أعيد إفتتاحها، وتم وضع لائحة جديدة للبورصة سنة ١٩٢٣م، وقد خضعت سوق المال في مصر للنفوذ الأجنبي ونظام الإمتيازات الأجنبية مما أدى إلى تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى مصر وإنتشار الشركات الأجنبية، وإستمر الوضع كذلك حتى إلغاء الإمتيازات الأجنبية سنة ١٩٣٧، فتم تحويل الدين العام إلى قرض وطني معظم أوراقه في حيازة المصريين، كما شجعت الحكومة المواطنين على تملك أسهم الشركات، وقد لعب بنك مصر دوراً هاماً في تأسيس الشركات

(١) د.عبد الحميد صديق، سوق المال في مصر ودورها في تنمية وتطوير الاقتصاد القومي، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة قناة السويس، كلية التجارة، سنة ١٩٩٤، ص ٨٦.

الوطنية ودعم الصناعة المصرية، ونتج عن ذلك ظهور طبقة جديدة من المتعاملين في سوق الأوراق المالية، وقد تم تعديل لائحة البورصة عام ١٩٤٠م .

وقد ظلت سيطرة الأجانب واليهود على سوق المال في مصر حتى تم تمصير المصالح الأجنبية في مصر عقب ثورة يوليو ١٩٥٢، وصدر القانون ٣٢٩ لسنة ١٩٥٢ الذي قضى بعدم جواز التعامل بالأوراق المالية سواء كانت مقيدة بجدول الأسعار الرسمي أو خارجة إلا من خلال السماسرة المقيدون بالبورصة ضمناً لإنتظام العمل بسوق الأوراق المالية، وبعد تأميم قناة السويس سنة ١٩٥٦ أصدرت السلطات القانون ١٦١ لسنة ١٩٥٧ بوضع لائحة جديدة لسوق الأوراق المالية لتكون السوق ملائمة للأوضاع الجديدة في الإقتصاد القومي^(١).

إلا أن صدور القوانين الاشتراكية عام ١٩٦١م والتحولت الإشتراكية، وتوسيع قاعدة القطاع العام أصاب سوق المال في مصر بالشلل التام خاصة بعد صدور القانون ١١٦ لسنة ١٩٦١م الخاص بتعطيل العمل ببورصتي القاهرة والاسكندرية لمدة شهرين ومنع نقل ملكية الأسهم، مما أدى إلى وجود حالة من عدم الثقة واتجاه معظم المتعاملين إلى تصفية مراكزهم، فهبطت أسعار الأوراق المالية، وتدهور حجم التعامل، مما أدى إلى تراجع سوق المال في مصر وتقلص دورها في تمبئة المدخرات، وانحسار دور القطاع الخاص في النشاط الإقتصادي، ولم تعد السوق أداة لإستيعاب الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات^(٢).

ومع التحولات الجديدة في السياسة الاقتصادية خلال مرحلة الانفتاح والتحرر الاقتصادي بعد حرب ١٩٧٣م، كان للإدارة الاقتصادية دوراً مؤثراً

(١) د. حسني المصري، شركات الإستثمار، دار النهضة العربية، القاهرة، سنة ١٩٨١م.

(٢) محمد سامح عبد الهادي، دور سوق الأوراق المالية المصرية في تمويل الإستثمارات، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة المنوفية، كلية التجارة، سنة ١٩٩٥، ص ١٧٢.

في إعادة الثقة إلى سوق المال في مصر من خلال مجموعة من القوانين والتشريعات والإجراءات التي تم إتخاذها فصدر القانون ٤٣ لسنة ١٩٧٤م المعدل بالقانون ٣٢ لسنة ١٩٧٧م الخاص بإستثمار رأس المال العربي والأجنبي، وتبوأ القطاع الخاص مكانة كبيرة في النشاط الإقتصادي حيث تم إطلاق الحد الأقصى للأرباح الموزعة للشركات المساهمة بعد أن كانت محددة بنسبة ١٠٪ في السابق، وتشجيع الشركات المساهمة الجديدة على القيد في البورصة، كما تم تعديل قانون النقد الأجنبي بشأن التعامل في الأوراق المالية بأن سمح للبنوك بتحويل حصيلة بيع الأوراق المالية المسدد مقابلها بالنقد الأجنبي، كما سمح بالإفراج عن النقد الأجنبي لتحويل قيمة كوبيونات وفوائد الأوراق المالية المصرية المملوكة للأجانب المقيمين بالخارج، كما تم السماح بالتعامل في سوق الأوراق المالية بالعملات الأجنبية، ثم كللت هذه الإجراءات بصدر القرار الجمهوري رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩م بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال بفرض تنظيم وتنمية سوق المال في مصر ومراقبة حسن قيامها بوظائفها، كما صدر قانون الضرائب رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١م ليمنح حوافز جديدة للإستثمار في الأوراق المالية حيث أعفى أرباح الأسهم من الضرائب بنسبة ٥٠٪ ثم القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١م بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة، ونظم شركات الأموال بإعتبارها الشكل الأقدر على تجميع الأموال وإستثمارها في المجالات المختلفة، ومن أهم أحكامه النص على إلزام شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم بقيد أوراقها المالية من أسهم وسندات في سوق الأوراق المالية، ويعد ذلك خطوة هامة لإنعاشها، ثم صدر قانون الإستثمار رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩م وكان لقانون الإستثمار أكبر الأثر في تنشيط بورصة الأوراق المالية^(١).

(١) د.صلاح زين الدين، سوق الأوراق المالية المصرية ودورها التنموي المنشود، المؤتمر العلمي الثامن عشر للإقتصاديين المصريين ٧-٩ إبريل، سنة ١٩٩٤

ثم صدر قانون شركات قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٢ لسنة ١٩٩١م متبنياً فلسفة إقتصادية وإجتماعية جديدة تختلف عن الفلسفة التي قامت عليها تشريعات القطاع العام السابقة^(٢)، ثم صدر القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لسوق رأس المال بهدف تنشيط سوق رأس المال وإعادة الروح إلى سوق المال في مصر، وكان من أهم إيجابياته إنشاء صناديق الإستثمار وصندوق تأمين ضد المخاطر غير التجارية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، والسماح بإصدار أسهم لحاملها، ثم القانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ بضمانات وحوافز الإستثمار، وتوالت القرارات التنظيمية والإقتصادية الهامة حتى وصلت بورصة الأوراق المالية في مصر إلى ما هي عليه الآن من تطور ورقي، ومازال أمام الإدارة الإقتصادية الكثير حتى تصبح بورصة الأوراق المالية في مصاف البورصات العالمية وهو الأمل المنشود لكل مصري.

(١) د.حسام الدين عبد الفنى، بيع أسهم شركات قطاع الأعمال العام للماملين في إطار البرنامج الحكومي لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص، جامعة المنوفية، مكتبة كلية الحقوق، سنة ١٩٩١.

الفصل الثالث

عناصر بورصة الأوراق المالية

لما كانت بورصة الأوراق المالية هي المكان المحدد كسوق للأوراق المالية تتمتع فيه الصفقات في أوقات محددة، كما تحكمها قوانين وقرارات ولوائح ذات طبيعة خاصة، فضلاً عن وجود الرقابة الشاملة المحكمة داخل البورصة والرقابة العامة عن طريق الهيئات الحكومية الخاصة (هيئة سوق المال)، كما يتم التعامل داخل البورصة عن طريق سماسرة كانوا قبل صدور القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م أشخاصاً، وأصبحوا بعد صدور القانون في يونيو ١٩٩٢ شركات أموال (مساهمة أو توصية بالأسهم) دون غيرهما، فإن مقومات هذه البورصة تنحصر في عدة عناصر أولها الأوراق المالية محل السوق (السلعة) وهي عدة أنواع، ثم شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم العاملة في هذه السوق (المنتج) ثم الهيئة المختصة بتنظيم هذه السوق (المنظم) ثم سماسرة الأوراق المالية ومعاونوهم (الوسطاء) وبذلك تكتمل عناصر البورصة لتكون جاهزة لاستقبال المتعاملين سواء أفراد أو شركات أو بنوك أو غيرهم. ونتناول هذه العناصر في إيجاز.

وعلى ذلك تنقسم دراستنا في هذا الفصل إلى أربعة أقسام كالآتي:

أولاً: وراق المالية.

ثانياً: شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم العاملة في سوق الأوراق المالية.

ثالثاً: الهيئة المختصة بتنظيم سوق الأوراق المالية (المنظم للسوق).

رابعاً: سماسة الأوراق المالية ومعاونيهم (الوسطاء).

أولاً: الأوراق المالية

الأوراق المالية عبارة عن صكوك فى ملكية جماعية لشركة من الشركات أو حقوق ناتجة من عملية قرض أجرتها إحدى الشركات أو الشخصيات الاعتبارية العامة، بحيث يكون لحملة ذات الصكوك حقوق والتزامات متساوية^(١)، وتمثل أهم الأوراق المالية فى الأسهم والسندات وحصص التأسيس.

أ- الأسهم:

السهم عبارة عن صك يمثل مشاركة فى رأس مال الشركة المساهمة أو إحدى شركات الأموال عموماً، ومن ثم يعتبر المساهم شريكاً فى الشركة بقيمة الأسهم التى شارك بها أى أن السهم هو صك يمثل حصة المساهم فى رأس مال الشركة^(٢)، ولكل سهم قيمة إسمية وقيمة سوقية، فالقيمة الإسمية هى القيمة التى يصدر بها السهم أصلاً، أما القيمة السوقية فهى القيمة التى تتحدد فى سوق التداول وفقاً للعرض والطلب.

وتتميز الأسهم بعدة خصائص، أهمها ما يلى:

١- السهم عبارة عن أنصبة متساوية القيمة.

٢- السهم غير قابل للتجزئة.

٣- السهم صك قابل للتداول بالطرق التجارية.

وتتقسم الأسهم وفقاً للشكل القانونى للسهم إلى نوعين:

١- أسهم إسمية: وهى الأسهم التى يكتب فيها اسم مالِكها وتنتقل ملكيتها بنقل قيدها فى سجل المساهمين.

٢- أسهم لحاملها: وهى الأسهم التى لا يذكر فيها اسم المساهم، وتداول بالتسليم باليد دون الحاجة إلى إثبات التنازل فى دفاتر الشركة.

(١) د. محمود محمد فهمى، تطور سوق الأوراق المالية فى مصر ووسائل وأماليب تمييزها، معهد التخطيط القومى، مذكرة رقم ١٢٣١، أكتوبر سنة ١٩٨٢، ص ٥.

(٢) د. أبو زيد رضوان، الشركات التجارية فى القانون الكويتى المقارن، دار الفكر العربى، سنة ١٩٧٨، ص ٤٠٣.

كما تنقسم الأسهم وفقاً للحقوق التي يمنحها السهم لمالكه إلى :

- ١- أسهم عادية: وهي الأسهم التي لا تعطى لمالكها إمتيازات غير عادية.
- ٢- أسهم ممتازة: وهي الأسهم التي تعطى لأصحابها حقوقاً أعلى مرتبة من تلك التي تمنحها الأسهم العادية مثل الأولوية في الحصول على الأرباح، أو زيادة في عدد الأصوات التي لحاملها في الجمعية العمومية، أو الأولوية في قبض قيمة الأسهم من أموال الشركة عند التصفية.
- ٣- أسهم تمتع: وهي الأسهم التي تمنحها الشركة للمساهمين عند استهلاك أسهمهم (أي رد قيمة الأسهم قبل إنتضاء أجل الشركة) وذلك حتى لا تتقطع صلة المساهم بشركته، وقد تخول الشركة لحملة هذه الأسهم حقوقاً في الأرباح أو التصويت أو غير ذلك لكنها حقوق تأتي بعد حقوق المساهمين الذين لم تستهلك أسهمهم، بمعنى أن الحقوق التي تخول لحملة هذه الأسهم أقل مرتبة من حقوق حملة الأسهم العادية، وتصدر هذه الأسهم عادة عن الشركات ذات الإمتياز الحكومي، وهي الشركات التي ينص نظامها على إستهلاك أسهمها قبل إنتضاء أجل الشركة، وذلك بسبب تعلق نشاط هذه الشركات بالتزام معين كإستغلال مورد من موارد الثروة الطبيعية أو مرفق من المرافق لمدة معينة مثل شركات المياه والكهرباء^(١).

ب- السندات:

السند هو صك قابل للتداول، تصدره الشركات والمؤسسات ذات الشخصية الاعتبارية، عن طريق الدعوة إلى الإكتتاب العام، ويتعلق بقرض طويل الأجل^(٢). بمعنى أن السند هو صك قيمة مشاركة صاحبه في القرض المعقد إلى الشركة أو الحكومة ومن ثم فهو صك مديونية

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لمبوق الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٩٧م، ص ٢٥.

(٢) د. مصطفى كمال طه، مبادئ القانون التجاري. الاسكندرية: مؤسسة الثقافة الجامعية. سنة ١٩٧٩، ص ٣١٥.

(وليس صك ملكية كما هو الحال في الأسهم) وصاحبه دائن بقيمته للجهة التي أصدرته ويمكن إيجاز أهم خصائص السندات فيما يلي:

١. السند يمثل ديناً على الشركة.
 ٢. للسندات آجال محددة تلتزم الجهة المصدرة بسداد قيمتها خلالها.
 ٣. السند ورقة قابلة للتداول بالطرق التجارية.
 ٤. يحصل صاحب السند من الجهة التي أصدرته على فوائد سنوية محددة وثابتة طوال فترة القرض.
 ٥. يتقدم حملة السندات على حملة الأسهم في إستيفاء قيمة سنداتهم من أموال الشركة عند تصفيتها^(١).
- ويمكن تصنيف السندات على أساس القيمة التي تدفع عند الاستهلاك إلى:

- ١ - سندات صادية : وهي التي تقوم الشركة المصدرة برد قيمتها الإسمية عند حلول آجالها.
- ٢ - سندات ذات صلاوة : وهي التي تدفع الشركة عند إستهلاكها مبلغاً يزيد عن قيمتها الإسمية.
- ٣ - سندات ذات النصيب : وهي التي تتمهد الشركة بدفع مبلغ يزيد زيادة كبيرة عن القيمة الإسمية للسندات عند حلول آجالها، وذلك عن طريق القرعة للسندات التي تقرر إستهلاكها (حلول آجالها).

ج - حصص التأسيس:

هي صكوك تمنحها الشركات لبعض الأشخاص أو الهيئات بغير مقابل، ولكن نظير خدمات أو جهود أو مساعدات يؤدونها للشركات عند تأسيسها، وتطلى هذه الصكوك لأصحابها حق الحصول على نصيب من

(١) د. أبو زيد رضوان، الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن، القاهرة، دار الفكر العربي، سنة ١٩٧٨، ص ٤٢٧.

الأرباح يحدده نظام الشركة، لذا يطلق عليها أيضاً "حصص الأرباح" وهي قابلة للتداول في البورصة، ويتم التنازل عنها تبعاً لكونها إسمية أو لحاملها، وهذه الصكوك لا تدخل في تكوين رأس مال الشركة، فهي لا تمثل نصيباً من رأس المال، عكس أسهم المساهمين، ولما كانت هذه الحصص تقتطع من أرباح الشركة دون أن يشارك أصحابها في تكوين رأس المال اللازم لمباشرة نشاطها، فإن المشرع كثيراً ما يتدخل لوضع قيود على إصدارها وتداولها وكيفية تحديد الأرباح التي تخصص لها^(١).

وتتمثل أهم خصائص حصص التأسيس فيما يلي:

١ - حق المالك في الحصول على نصيب من الأرباح الصافية للشركة، وتقتصر معظم التشريعات إلا يتجاوز نصيب أصحاب حصص التأسيس ١٠٪ من صافي الأرباح.

٢ - حصص التأسيس قابلة للتداول بالطرق التجارية، وذلك بعد مضي مدة معقولة من نشر ميزانية الشركة وحساب الأرباح والخسائر.

٣ - لا يكون لأصحاب حصص التأسيس التدخل في إدارة الشركة بأي وجه من الوجوه.

٤ - لا يكون لأصحاب حصص التأسيس أي نصيب في فائض التصفية عند حل الشركة أو تصفية موجوداتها^(٢).

ثانياً: الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم العاملة في سوق الأوراق المالية:

تعتبر الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم هي المصدر الرئيسي الذي يغذي سوق الإصدار بالأوراق المالية فهي تعتبر المنتج الذي يغذي السوق بالسلع.

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، مرجع سبق ذكره، ص ٢٦.

(٢) د. مصطفى كمال طه، مبادئ القانون التجاري، الاسكندرية، مؤسسة الثقافة الجامعية، سنة ١٩٧٩، ص ٣٢٠.

وقد نصت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ فى فصلها الأول فى مادته الأولى على أن يكون للشركة رأس مال مصدر، ويجوز أن يحدد النظام الأساسى للشركة رأس مال مرخصاً به، ويقسم رأس مال شركة المساهمة حصة الشركاء غير المتضامنين فى شركات التوصية بالأسهم الى أسهم إسمية متساوية القيمة فى كل إصدار، ويحدد نظام الشركة القيمة الإسمية للسهم بحيث لا تقل عن خمسة جنيهات ولا تزيد عن ألف جنيه، ويشترط أن يكون رأس المال المصدر مكتتباً فيه بالكامل.

ويشترط لصحة الإكتتاب سواء كان عاماً أو غير عام الشروط الآتية:

١ - أن يكون كاملاً بأن يغطى جميع أسهم الشركة التى تمثل رأس المال المصدر فى شركات المساهمة أو الحصص والأسهم فى شركات التوصية بالأسهم.

٢ - أن يكون باتاً غير معلق على شرط وفورياً غير مضاف إلى أجل، فإذا علق الإكتتاب على شرط، بطل الشرط وصح الإكتتاب وألزم المكتتب به، وإذا كان مضافاً الى أجل بطل الأجل وكان الإكتتاب فورياً.

٣ - أن يكون جدياً لا صورياً.

٤ - ألا يقل ما يدفعه المكتتب عند التأسيس من القيمة الإسمية للأسهم النقدية عن ربع القيمة.

٥ - أن تكون الأسهم التى تمثل الحصص العينية قد تم الوفاء بقيمتها كاملة^(١).

وقد اشترطت اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م على كل شركة ترغب فى إصدار أوراق مالية أن تخطر الهيئة العامة لسوق المال بذلك، فإذا لم تعترض الهيئة خلال ثلاثة أسابيع من تاريخ الإخطار كان للشركة السير فى إجراءات الإصدار.

(١) قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، سنة ١٩٩٧، ص ٧٤.

كما إشتراطت اللائحة التنفيذية ألا يقل رأس المال المصدر عند التأسيس لكل من شركة المساهمة وشركة التوصية بالأسهم التي تطرح أسهمًا لها للإكتتاب العام عن مليون جنيه، على ألا يقل ما يكتتب فيه المؤسسون عن نصف رأس المال المصدر، ولا يجوز أن يزيد رأس المال المرخص به للشركات التي تطرح أسهمًا لها في إكتتاب عام على خمسة أمثال رأس المال المصدر^(١).

كما إشتطرت على كل شركة طرحت أوراقًا مالية لها في إكتتاب عام أن تقدم على مسئوليتها إلى الهيئة بيانًا بالتعديلات التي تطرأ على نظامها الأساسي، ونسب المساهمات في رأسمالها فور حدوثها، وتقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها خلال الشهر التالي لإنهاء تلك المدة، على أن تتضمن هذه التقارير قائمتي المركز المالي ونتيجة النشاط مصدقًا على ما ورد بهما من مراقب الحسابات، وذلك طبقًا للنماذج المرفقة بهذه اللائحة وطبقًا للمعايير المحاسبية وقواعد المراجعة الدولية^(٢).

وقد إشتطرت اللائحة التنفيذية في مادتها رقم ١٢٤ أن تتخذ الشركات المعاملة في مجال الأوراق المالية شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم، وأوجبت عليها إمسالك الدفاتر والسجلات اللازمة لمباشرة نشاطها، وكانت في مادتها ١٢٠ قد حددت الشركات المعاملة في مجال الأوراق المالية بأنها الشركات التي تباشر نشاطًا أو أكثر من الأنشطة الآتية:

أ - ترويج وتغطية الإكتتاب في الأوراق المالية.

ب - الإشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقًا مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.

(١) المادة ٤١ من القرار رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ الصادر من وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال.

(٢) وقد تم إضافة تعديل على هذه المادة بموجب تقديم قوائم مالية كل ثلاثة أشهر لإحكام الرقابة على الشركات.

ج - رأس المال المخاطر.

د - المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.

هـ - تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الإستثمار.

و - السمسرة في الأوراق المالية.

ز - الأنشطة الأخرى التي تتصل بمجال الأوراق المالية ويحددها وزير الإقتصاد بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة.

كما وضعت اللائحة التنفيذية حد أدنى لرأس المال المصدر لكل شركة من الشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة المشار إليها على النحو التالي^(١):

١- ٢٥٠ ألف جنيه على الأقل لنشاط السمسرة في الأوراق المالية لا يقل المدفوع منه مقدماً عن الربع.

٢- ثلاثة ملايين جنيه على الأقل لكل نشاط من الأنشطة التالية لا يقل المدفوع منه عن النصف:

أ - نشاط ترويج وتغطية الإكتتاب.

ب - نشاط الإشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس أموالها.

ج - نشاط المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.

د - نشاط تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية.

٣ - خمسة ملايين جنيه على الأقل لنشاط صناديق الإستثمار مدفوعاً بالكامل.

(١) المادة ١٢٥ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال، الهيئة العامة للمطابع الأميرية، سنة ١٩٩٧، ص ٨٥.

٤ - عشرة ملايين جنيه على الأقل لنشاط رأس المال المخاطر مدفوعاً بالكامل.

وقد وضع الحد الأدنى للشركات لضمان الجدية وحفاظاً على أموال المستثمرين وحمايتهم.

ويوضح الجدول رقم (٣) بيان بالشركات الخاضعة للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المرخص لها؛ موزعة على الأنشطة المختلفة منذ صدور القانون ٩٥ لسنة ٩٢ ولائحته التنفيذية حتى ديسمبر سنة ٢٠٠١ .

جدول رقم (٣)

م	الأنشطة	العدد	رأس المال بالمليون جنيه
١	شركات المسمرة	١٤٥	٢١٢,٦
٢	<ul style="list-style-type: none"> شركات تمارس أكثر من نشاط؛ ترويج وتفضلية الاكتتاب تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية الاشتراك في تأسيس شركات رأس المال المخاطر 	٩٧	٤٢٥٠,٢
٣	صناديق الاستثمار (بنوك وشركات تأمين)	٢٠	٢٢٧,٥
٤	صناديق الاستثمار في شكل شركة مساهمة	٦	٩٥
٥	مدير الاستثمار	١٤	١٧٨,٣
٦	إدارة السجلات	٢	٢,٠٠
٧	تقييم وترتيب الأوراق المالية	٢	١,٠٠
٨	تقييم وتحليل الأوراق المالية	١	٠,٥٥
٩	نشر المعلومات عن الأوراق المالية	٢	١,٥
١٠	المقاصة والتسوية	١	٣,٠٠
١١	التعامل والوساطة والسمررة في السندات	١	٢٠,٠٠
إجمالي عدد الشركات ورأس المال بالمليون		٢٩١	٤٩٩١,٥٨

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوي، سنة ٢٠٠١.

ثالثاً: الهيئة المختصة بتنظيم سوق الأوراق المالية (المنظم للسوق):

تختص الهيئة العامة لسوق المال بتنظيم سوق الأوراق المالية في مصر وهي هيئة عامة تتبع وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية، ومقرها القاهرة وقد أنشئت بالقرار الجمهوري رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ حيث بدأت نشاطها عام ١٩٨٠م وقد ورد بشأنها الباب الرابع كاملاً من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال ومن أهم المهام الموكلة إليها ما جاء بالمادة ٤٣ منه وحصرها فيما يلي:

١- تنظيم وتنمية سوق رأس المال، ووجوب أخذ رأى الهيئة العامة لسوق المال فى مشروعات القوانين والقرارات المتعلقة بسوق رأس المال.

٢- تنظيم والإشراف على دورات تدريبية للمعاملين فى سوق رأس المال أو الراغبين فى العمل به.

٣- الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها ووضوحها، وكشفها عن الحقائق التى تعبر عنها.

٤- مراقبة سوق رأس المال للتأكد من أن التعامل يتم على أوراق مالية سليمة وأنه غير مشوب بالغش أو النصب، أو الإحتيال أو الإستغلال أو المضاريات الوهمية.

٥ - إتخاذ ما يلزم من إجراءات لمتابعة تنفيذ أحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له.

وقد نصت المادة ٤٥ من القانون سالف الذكر على أن يشكل مجلس إدارة الهيئة من رئيس ونائب رئيس، ونائب محافظ البنك المركزى كمضو، وأربعة أعضاء من ذوى الخبرة يصدر بتعيينهم وتحديد مكافآتهم قرار من رئيس مجلس الوزراء بناء على إقتراح وزير الإقتصاد، ويضع مجلس الإدارة قواعد التفتيش والرقابة على الشركات الخاضعة لأحكام هذا القانون، كما يضع نظام للفرامات التى يحكم بها تطبيقاً لأحكام هذا القانون على الشركات أو الأفراد المخالفة.

وقد نصت المادة ٤٩ من هذا القانون على أن يكون لموظفى الهيئة العامة لسوق المال، الذين يصدر بتحديد أسمائهم أو وظائفهم قرار من وزير العدل بالإتفاق مع وزير الإقتصاد، صفة الضبطية القضائية فى إثبات الجرائم التى تقع بالمخالفة لأحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذاً له، ولهم فى سبيل ذلك الإطلاع على السجلات والدفاتر والمستندات والبيانات فى مقر الشركة، أو مقر البورصة، أو الجهة التى توجد بها، وبذلك أعطى القانون لهيئة سوق المال القوة اللازمة لتنفيذ أحكامه كما حدد وسائل تسوية المنازعات، وحق التظلم من قرارات الهيئة وحدده بثلاثين يوماً من تاريخ الإخطار أو العلم به.

دور الهيئة العامة لسوق المال فى تطوير وتنمية سوق الأوراق المالية:

قامت الهيئة العامة لسوق المال بجهود فى سبيل تنمية وتطوير سوق الأوراق المالية وكان من أبرزها ما يلى:

١- إجراء دراسة موسعة وتنفيذها لتحديث البورصة، وتوفير المعدات اللازمة وتوفير شبكة اتصال بينها وبين شركات السمسرة وأجهزة سوق المال، مما يساعد على سرعة إجراء التعامل وإعطاء قدر من المرونة والحركة لهذه المعاملات.

٢- تهيئة شركات السمسرة والوسطاء للتطورات الحديثة فى مجال الأوراق المالية عن طريق تدعيم نظام التدريب المتخصص للعاملين فى سوق رأس المال أو الراغبين فى العمل به.

٣- وضع قواعد لتبسيط إجراءات التعامل فى الأوراق المالية وحماية المتعاملين فيها، ووضع مزيد من الضوابط على ورود المعلومات الكافية عن الشركات، وتشجيع الشركات الجديدة على قيد أوراقها المالية. بالبورصة^(١).

(١) أحمد محمد عبيد، دور سوق الأوراق المالية فى دعم إمكانات التنمية الاقتصادية فى مصر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عين شمس، كلية التجارة، سنة ١٩٩٨، ص ٥٨.

رابعاً: سمسرة الأوراق المالية ومعاونوهم (الوسطاء):

يقتصر إمتياز التعامل فى بورصة الأوراق المالية على المحترفين فقط وذلك طبقاً للقواعد والتقاليد المرعية، حيث لا تُقبل فائتورة عن الأوراق المالية إلا اذا كانت صادرة من سمسار معتمد طبقاً للقانون، فالعمليات التى تتم داخل البورصة لايد أن تكون بين السمساسة بعضهم ببعض، لذلك فالسمساسة هم عماد البورصة وقد يستعين السمسار بنوعين من المساعدين هما : المندوب الرئيسى والوسيط، وبالقالى يمكن القول أن هناك ثلاثة وسطاء للتعامل داخل البورصة، وهم السمسار والمندوب الرئيسى والوسيط وسنتناول كل منهم بإيجاز فيما يلى:

١-السمسار:

السمسار قبل صدور القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢م كان شخصاً ذا مؤهلات محددة ومواصفات معينة، يقوم بمقد صفقات بيع وشراء الأوراق المالية فى البورصة لحساب العملاء مقابل عمولة محددة من كل من البائع والمشتري، أما بعد صدور هذا القانون فقد حظر عمل السمسار إلا من خلال شركة وساطة فى الأوراق المالية، وببأشر عمليات التداول بالبورصة ممثلاً لشركة السمسرة، تتوافر فيه شروط حددتها المادة ٨٩ من القانون المشار اليه على سبيل الحصر، من أهمها التمتع بالخبرة واجتياز الإختبارات و الدراسات التى تنظمها هيئة سوق المال، وأن يكون حسن السمعة وأن يكون متفرغاً، وجدير بالذكر أن شركات السمسرة وممثليها يجب أن يكونوا على حياد تام عند عقد الصفقات، كما يحظر عليهم عقد عمليات لحسابهم الخاص.

٢-المندوب الرئيسى:

هو مستخدم يعمل بأجر عند إحدى شركات السمسرة ويكلف بمعاونة ممثل الشركة فى تنفيذ الأوامر فى المقصورة، ولا يجوز للمندوب الرئيسى أن يكون طرفاً فى العمليات التى تعقدها شركة السمسرة ولا أن يعمل لحسابه الخاص.

٣. الوسيط :

وهو شخص مستقل مقيد عند شركة سمسرة، ويقوم بدور الوساطة بين الشركة والمعملاء فينتقل الأوامر منهم ويبلغها لشركة السمسرة، ويتقاضى الوسيط أجره من شركة السمسرة على شكل عمولة تختلف قيمتها حسب الإتفاق بين شركة السمسرة والوسيط، ولا يجوز للوسيط أن يقوم بعقد الصفقات لحسابه الخاص.

وهناك نوعان من الوسطاء : الأول هم الوسطاء الذين لهم حق التعاقد وهؤلاء لهم حق دخول المقصورة بإسم شركة السمسرة التى يتبعونها ويعملون لحسابها وتحت مسؤوليتها، والثانى هم الوسطاء الذين ليس لهم حق التعاقد، وهؤلاء يظل عملهم خارج نطاق المقصورة، ولا يجوز الجمع بين عمل المندوب الرئيسى والوسيط، ولا يجوز لأيهما أن يلحق بأكثر من شركة سمسرة واحدة، كما أنه محظور على كل من شركات السمسرة والمندوب الرئيسى والوسيط إفشاء أسرار المعملاء أو إعطاء أية معلومات عنهم لأية جهة كانت^(١).

(١) د. عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، مجلة البحوث القانونية والاقتصادية، جامعة المنصورة، كلية الحقوق، العدد الرابع، أكتوبر سنة ١٩٨٨، ص ٥٨ .

الفصل الرابع

علاقة بورصة الأوراق المالية بباقي

عناصر سوق المال

تلعب العناصر التي يشملها سوق المال دورًا فعالًا في التأثير على كل من الطلب والعرض بسوق الأوراق المالية، فبقدر مساهمة الأجهزة الداخلة في هذه الأسواق في بناء الطاقات الإنتاجية في المجتمع، من خلال ما يتوافر لديها من مدخرات وما تقدمه من قروض ومساهمات للمشروعات الإنتاجية، بقدر ما يزداد دورها في تنمية سوق الأوراق المالية.

ويشمل سوق المال في مصر ثلاث أسواق فرعية:

١ - سوق النقد .

٢- سوق رأس المال بخلاف سوق الأوراق المالية.

٣- سوق الأوراق المالية.

وكل نوع من هذه الأسواق له مميزاته ومنظّماته وأدواته وسياسته الخاصة، ومن المسلم به أن تكون هناك علاقات تبادلية بين هذه

الأسواق، فكل من هذه الأسواق يؤثر على الأسواق الأخرى ويتأثر بها. ومن الطبيعي أن يكون هناك تنسيق وتكامل بين هذه الأسواق حتى يمكن تحقيق الكفاءة في إستخدام المدخرات المحلية وجذب الإستثمارات الأجنبية.

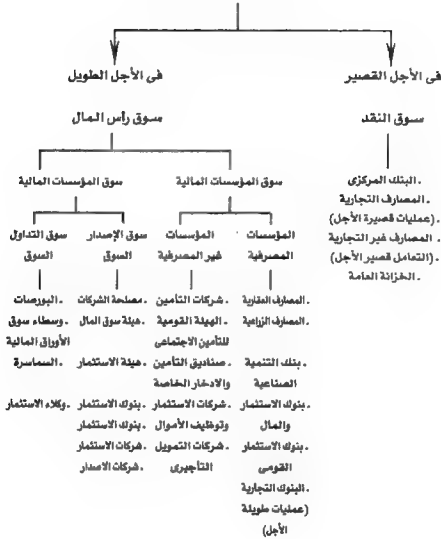
ويتناول هذا الفصل دراسة العلاقة بين بورصة الأوراق المالية من ناحية وباقي عناصر سوق المال أى سوق النقد وسوق رأس المال بخلاف الأوراق المالية من ناحية أخرى، حتى نتبين أنسب السبل إلى تحقيق أعلى كفاءة إقتصادية لبورصة الأوراق المالية وأيسر السبل لتنشيطها، بما يدعم باقي عناصر سوق المال وبالتالي نصل إلى إقتصاد قوى.

وعلى ذلك سوف تنقسم دراستنا فى هذا الفصل الى مبحثين كالآتى:

المبحث الأول: علاقة سوق الأوراق المالية بسوق النقد.

المبحث الثانى: علاقة سوق الأوراق المالية بسوق رأس المال (أموال متوسطة وطويلة الأجل)

هيكل سوق المال في مصر^(١)



(١) د. السميد فرحات، إدارة المنشآت المالية، دار أم القرى، المنصورة، سنة ١٩٩٧، ص ٨٧.

المبحث الأول

علاقة بورصة الأوراق المالية بسوق النقد

يمكن تعريف أسواق النقد بأنها تلك السوق التي تتداول فيها الأصول المالية قصيرة الأجل، أى أجل إستحقاقها لا يزيد عن سنة مثل أذون الخزانة^(١)، وعلى ذلك فإن أهم المنظمات التي تدرج فى سوق النقد بمصر هي :

أولاً: البنك المركزى.

ثانياً: البنوك التجارية.

ثالثاً: البنوك غير التجارية (للمعاملات قصيرة الأجل) وسنتناول بإيجاز علاقة كل منها ببورصة الأوراق المالية.

أولاً: البنك المركزى:

يقع البنك المركزى فى قمة سوق النقد، فهو المهيمن عليه سواء فيما يؤديه من وظائف بنفسه أو بماله من سلطات على باقى منظمات سوق النقد، ويهدف بصفة عامة إلى تحقيق الاستقرار الاقتصادى والمالى

(١) د. سيد الهوارى، الإدارة المالية، مكتبة عين شمس، سنة ١٩٩٦، ٣٨.

والنقدى فى الدولة بالإضافة إلى دوره الأساسى فى تحقيق التنمية الاقتصادية، وفى سبيل ذلك يمارس البنك المركزى مجموعتين من الوظائف:
الأولى: ترتبط بالإقتصاد القومى ككل .

الثانية: ترتبط بالمصارف التجارية على وجه الخصوص، ولذلك كفلت الدولة للبنك المركزى سلطات واسعة^(١).

فهو يضطلع على مستوى الإقتصاد القومى بمسئولية موازنة سعر الصرف للعملة الوطنية، والقيام بعمليات السوق المفتوحة المتمثلة فى بيع وشراء الأوراق المالية الحكومية بفرض التحكم فى كمية النقود ووسائل الدفع، فضلاً عن وضع شروط الائتمان لمجالات محددة من النشاط فى مقدمتها الائتمان العقارى من أجل التحكم فى الموارد التى توجه إلى تلك الأنشطة، والبنك المركزى هو الوكيل المالى للحكومة ممثلاً فى مسك الحسابات الجارية، وتسهيل تحصيل الضرائب والرسوم بتسهيل سداد الممولين عن طريقه، وبيع وشراء الأوراق المالية التى تصدرها الحكومة ودفع الفوائد المستحقة، كذلك مشاركة الحكومة فى مسئولية نقل النقود داخل الدولة، وهو يقوم بالمساهمة الأساسية فى تمويل خطط التنمية الإقتصادية والإجتماعية، هذا على مستوى الإقتصاد القومى، أما وظائف البنك المركزى المتصلة بالمصارف التجارية فأهمها هو إصدار أوراق النقد (البنكنوت)، ويراعى البنك المركزى توازن المسحوبات النقدية مع حجم الودائع التى تدخل الخزينة يومياً، فقد ينشأ عن الظروف الطارئة خلل فى هذا التوازن مما قد يضطر بعض المصارف التجارية إلى طلب نقود ورقية من البنك المركزى، فإن لم توجد كميات كافية، كانت الحاجة إلى إصدار كميات إضافية وذلك ضرورى لتحقيق الإستقرار النقدى والذى يمثل إحدى دعائم إستقرار الإقتصاد القومى.

(١) د. السعيد فريحات، إدارة المنشآت المالية، دار أم القرى، المصورة، سنة ١٩٩٧، ص ٩٤ .

ومن وظائف البنك المركزي المتصلة بالمصارف التجارية أيضاً منح الائتمان للبنوك التجارية، فيمكنه تقديم قروض مباشرة مقابل رهونات. كذلك يمكنه شراء الأوراق المالية الحكومية من المصارف التجارية فييسر لها تحويل تلك الأوراق إلى نقدية بسرعة دون التعرض لخسائر رأسمالية، كما يقوم البنك المركزي بوظيفة هامة هي إلزام كافة المصارف بالإحتفاظ بمجموعة من الأصول في شكل نقدي أو شبه نقدي يمكن تحويلها بسرعة إلى نقدية لمقابلة الإلتزامات المصرفية قصيرة الأجل، ومن أهم الأصول شبه النقدية الأوراق المالية وخاصة الأوراق المالية الحكومية وأذون الخزانة^(١).

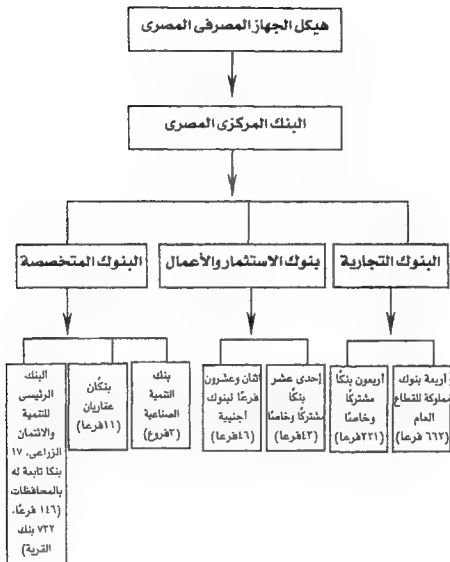
مما تقدم يتضح أن الأوراق المالية تلعب دوراً هاماً في معاملات البنك المركزي ووظائفه، فهي تعتبر أحد أهم وسائل أو أسلحة البنك المركزي في توجيه الائتمان والرقابة عليه من خلال عمليات السوق المفتوح والتي تتمثل -كما سبق وأشرنا- في قيام البنك المركزي ببيع وشراء الأوراق المالية وخاصة الحكومية بفرض التحكم في كمية النقود، فضلاً عن دورها في تمكين البنك المركزي من الحفاظ على توفير السيولة اللازمة للمصارف التجارية في حالات الطوارئ، بشراؤه هذه الأوراق من المصارف فييسر لها تحويل تلك الأوراق إلى نقدية بسرعة دون التعرض لخسائر رأسمالية.

إن الظروف والمتغيرات الحالية والمستقبلية تستدعي زيادة دور البنك المركزي في تنشيط البورصة بإستخدام وظيفة عمليات السوق المفتوحة بهدف تنشيط سوق الأوراق المالية وأيضاً بهدف علاج أزمة الكساد والركود، وهو ما يعنى أهمية توسع البنك المركزي في شراء الأوراق

(١) يلزم البنك المركزي جميع المصارف بالإحتفاظ بمجموعة من الأصول في شكل نقدي أو شبه نقدي يعادل ١٥٪ من رأسمالها لمقابلة الإلتزامات قصيرة الأجل. وتعد الأوراق المالية من الأصول شبه النقدية.

المالية من البنوك، مما يؤدي إلى زيادة قدرة البنوك على التوسع في الإقراض والاستثمار وتخفيض سعر الفائدة ومن ثم تنشيط سوق الأوراق المالية، وعلاج مشكلة السيولة لدى البنوك وحل أزمة الركود الاقتصادي^(٧).

(١) د. لطف الله إمام مباح، منظومة سوق المال المصرية، دار الكتب والوثائق القومية، رقم ١
١٤٥١٧٦ سنة ٢٠٠١، ص ٦٣ وما بعدها.



المصدر: البنك المركزي المصري

ثانيا: البنوك التجارية :

تمثل المصارف التجارية عصب سوق النقد وتنقسم إلى مجموعتين هما :

١- بنوك تجارية قطاع عام وهى أربعة : البنك الأهلى المصرى، بنك مصر، بنك القاهرة، بنك الإسكندرية - وكلها مملوكة بالكامل للدولة-ولها النصيب الأعظم من أنشطة المصارف التجارية فى مصر.

٢- بنوك تجارية بدأ إنشاؤها بعد تطبيق سياسة الإنفتاح الإقتصادى فى منتصف السبعينات، وكذلك بنك فيصل الإسلامى المصرى والمصرف الإسلامى الدولى للإستثمار والتنمية وقد تم إنشاؤهما وفقاً لقانون خاص.

ويعرف قانون المصارف رقم ١٢٥ لسنة ١٩٧٥ البنك التجارى بأنه البنك الذى يمارس أنشطة قبول الودائع تحت الطلب، وتمويل العمليات الداخلية والخارجية، وتقديم الخدمات اللازمة لخطط التنمية الإقتصادية والإجتماعية ويمارس أنشطة مستحدثة لجذب المدخرات والإستثمارات المالية داخلياً وخارجياً، وتتعامل هذه المصارف بالعملة المحلية والعملات الأجنبية.

والوظيفة الأولى والأساسية للبنوك التجارية هى قبول ودائع تحت الطلب وتيسير القروض والسلفيات القصيرة الأجل لتيسير حركة الأنشطة التجارية وما يصاحبها من إلتزامات وإجراءات، فتقوم المصارف التجارية بتجميع المدخرات فى شكل ودائع من الأفراد والمنظمات وإبتكار صيغ وأساليب جديدة لجذب هذه الأموال الزائدة سواءً بالعملة المحلية أو العملات الأجنبية، على أن تدفع لأصحابها فوائد عدا الحسابات الجارية، ويصدر البنك المركزى تعليمات بخصوص أسعار الفائدة مع ترك الحرية للبنوك فى تحديد أسعارها على ودائعها فى حدود معينة.

فكما أن الأوراق المالية تعد سلاح البنك المركزى فى توجيه الائتمان والتحكم فى كميات النقود داخل الأسواق عن طريق السوق المفتوح بالبيع والشراء للأوراق المالية من البنوك التجارية أو عملائها، فإن الأوراق المالية تعد من أهم أساليب البنوك التجارية فى الإستثمار السريع لرؤوس الأموال المودعة لديها وتحقيق عوائد وأرباح رأسمالية كبيرة وإن كانت تحمل الكثير من المخاطر خاصة الأسهم، إلا أن صغر حجم الأموال المستثمرة فى الأوراق المالية المتداولة فى سوق الأوراق المالية بالنسبة لأصول البنوك، وعدم تدويرها خوفاً من تحقيق خسائر، له أكبر الأثر السلبي على سوق الأوراق المالية، لما للبنوك التجارية من أهمية فى جذب جانب كبير من مدخرات المجتمع.

كما أن التحركات فى أسعار الفائدة الدائنة (على الودائع) لها أثر عكسى على الطلب على الأوراق المالية، فرفع أسعار الفائدة على الودائع (باعتباره تكلفة الفرصة البديلة) يؤدى إلى نقص الطلب على الأوراق المالية، كما أن خفض أسعار الفائدة يؤدى إلى زيادة الطلب على الأوراق المالية وإنتعاش سوق الأوراق المالية.

ومما تقدم تتضح أهمية التنسيق بين الأدوات المستخدمة فى سوق النقد والأدوات المستخدمة فى سوق الأوراق المالية، حتى تصب الفائدة فى صالح الإقتصاد القومى ككل وليس لصالح أحد الأسواق على حساب سوق أخرى بما يضر الإقتصاد ككل.

وللبنوك التجارية دور كبير فى تنشيط البورصة بالإضافة إلى دورها الإستثمارى المتمثل فى قيامها ببيع وشراء الأوراق المالية التى تتضمنها محافظها المالية، فهى تقوم بدور الوسيط المالى الذى يقدم العديد من الخدمات منها، إنشاء أو المساهمة فى إنشاء الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية، وتغطية الإكتتابات فى الشركات المساهمة، وبيع الأسهم العادية للشركات القابضة الممثلة لحصتها فى رأسمال ما يتبعها من

شركات، وتقديم قروض للعملاء لتمويل عمليات الإكتتاب فى الأسهم، سواء فى عملية الإصدار الأول أو فى الإصدار الثانى، وإدارة محافظ الأوراق المالية للعملاء من حيث الاحتفاظ بالأوراق المالية وتحصيل الكوبونات وتوزيع الأسهم وبيع وشراء الأوراق المالية لصالح العميل كمستثمر مالى، وتقديم خدمات الإستشارات المالية والإقتصادية بما يساهم فى نشر الوعى المالى للجمهور مما يدفعهم إلى حيازة الأسهم والسندات ووثائق الإستثمار، وإعداد دراسات الجدوى الإقتصادية، وإنشاء صناديق الإستثمار، وعلى ذلك فالجهاز المصرفى يلعب دوراً محورياً فى نشاط البورصة^(١).

ثالثاً: البنوك غير التجارية (التعامل قصير الأجل):

والمقصود بذلك بنوك الإستثمار والأعمال والبنوك المتخصصة، ورغم أن دور هذه البنوك أساساً هو تمويل الإستثمارات المحلية وشراء الأوراق المالية كالأسهم والسندات وأذون الخزانة، وتكوين الشركات، وبالتالى زيادة نشاط وإنتعاش سوق الأوراق المالية وما يؤدى إليه من زيادة التنمية الإقتصادية^(٢)، إلا أننا نجد أن غالبية الودائع فى أى من هذه البنوك تقدر بحوالى ٨٧٪، وكذا غالبية القروض التى تمنحها تقدر بحوالى ٨٢٪ ولآجال قصيرة، وهذا يعنى أن جزءاً كبيراً من نشاط هذه البنوك يدخل فى نطاق سوق النقد وليس فى نطاق سوق الأوراق المالية أو سوق رأس المال بصفة عامة، فضلاً عن ذلك فإن سياسة توظيف المؤسسات المالية للأوراق المالية كانت تحوى قيوداً معينة لاتساعد على إعطاء الدفعات القوية لسوق الأوراق المالية، فكانت فى إدارتها لمحافظها تأسلوب التجميد بما يعنى أنها لاتتحرك بحيث تكاد تكون من الأصول الثابتة أو

(١) سلوى غنيم، البنوك تقود البورصة، الأهرام الإقتصادى، مجلة البورصة، عدد ١٧٢، ٤ سبتمبر سنة ٢٠٠٠، ص ١٢، ١٣.

(٢) محمد سامح عبد الهادى، دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تمويل الاستثمار، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة المنوفية، كلية التجارة، سنة ١٩٩٥، ص ١١٤.

شبه الثابتة، على غير طبيعة الأوراق المالية^(١)، فكانت تستثمر الجزء الأعظم من محفظة الأوراق المالية في الصكوك الحكومية أو المضمونة من الحكومة وذلك لتقليل خطر الخسارة في قيمة الأصول، كذلك فإن السياسة التقليدية التي تتبعها هي الاستمرار في حيازة الأوراق المالية إلى حين حلول استحقاقها^(٢)، إلى أن أجاز القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ للبنوك وشركات التأمين أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الإستثمار وذلك في المادة رقم ٤١، ثم أوردت اللائحة التنفيذية الأحكام التفصيلية لذلك، ولا شك أن من شأن هذا التنظيم أن يشجع البنوك وشركات التأمين على الدخول بفاعلية في سوق الأوراق المالية، لما تتمتع به من خبرة وسمعة طيبة بين المدخرين والمستثمرين، الأمر الذي يترتب عليه تنشيط سوق الأوراق المالية حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لصناديق الإستثمار في مصر - وفقاً لما جاءت به اللائحة التنفيذية في مادتها ١٤٠ - في الإستثمار في الأوراق المالية^(٣).

(١) د. صلاح زين الدين، دور سوق الأوراق المالية ومشاكل العرض والطلب عليها، الأهرام الاقتصادي، عدد ١٢٧٣، ٢٢/٥/٢٩٩٤، ص ٣٩.

(٢) البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، ١٩٩٤/٢٩٩٥، ص ٣٨.

(٣) د. يمدى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، مرجع سالف الذكر، ص ٢١.

المبحث الثانى

علاقة بورصة الأوراق المالية بسوق رأس المال (الأموال متوسطة وطويلة الأجل)

يمكن تعريف أسواق رأس المال بأنها مجال التعامل فى الأموال لأجل متوسطة وطويلة بخلاف الأوراق المالية، ويندرج فى سوق رأس المال بخلاف الأوراق المالية المؤسسات المالية الآتية:

- ١- البنوك المقارية.
 - ٢- البنوك الزراعية.
 - ٣- بنك التنمية الصناعية.
 - ٤- بنوك الإستثمار والأعمال.
 - ٥- بنك الإستثمار القومى.
 - ٦- البنوك التجارية (عمليات طويلة الأجل).
- فضلاً عن المؤسسات المالية غير البنكية وهى:
- ١ - شركات التأمين.

٢- الهيئة القومية للتأمين الإجتماعى.

٣- صناديق التأمين والإدخار الخاصة.

٤- شركات الإستثمار وتوظيف الأموال.

فبالنسبة للبنوك العقارية والزراعية والصناعية نجد أن تأثيرها فى نشاط سوق الأوراق المالية يجب أن يكون تأثيراً واضحاً، حيث يمكنها إصدار سندات متداولة كمصدر من مصادر الأموال لزيادة رأس مال هذه البنوك، والمشاركة بفاعلية فى شراء الأوراق المالية المصدرة من الشركات خاصة فى مجال الإسكان بالنسبة للبنوك العقارية، والمشروعات الصناعية المختلفة بالنسبة لبنوك التنمية الصناعية، إلا أننا عند الإقتراب من الواقع العملى نجد أن تلك البنوك تعتمد اعتماداً كلياً على الإقتراض من البنوك الأخرى والإقراض للأفراد، ولا تعتمد على إصدار السندات إلا فى حدود ضيقة جداً، كما لا تلجأ إلى الإستثمار فى الأوراق المالية عموماً إلا بنسب ضئيلة^(١)، فهى لا تقوم بتوظيف القدر الكافى من الأموال التى تديرها فى الأوراق المالية، وبالتالي تحرم الإقتصاد القومى من قدر من التنمية كان يمكن أن يتحقق بزيادة نشاط سوق الأوراق المالية بضح رؤوس الأموال للإستثمار فيها.

أما بالنسبة لبنوك الإستثمار والأعمال فبرغم أن هدفها الأساسى هو تمويل الإستثمارات المحلية وتكوين الشركات، وهو ما يؤدى إلى تنمية سوق الأوراق المالية، إلا أن الواقع العملى لهذه البنوك على عكس ذلك، إذ إن غالبية الودائع لدى هذه البنوك وكذا غالبية القروض التى تمنحها هى لأجل قصيرة مما يدخل بنوك الإستثمار والأعمال فى دائرة سوق النقد وليس سوق رأس المال، وبالتالي يتضاءل تأثيرها على سوق الأوراق المالية، إلا أن الأمر يختلف بالنسبة لبنك الإستثمار القومى حيث أن من

(١) محمد سامح عبد الهادى، دور سوق الأوراق المالية المصرية فى تمويل الاستثمار، مرجع سابق الذكر، ص ١١٧ .

الوظائف الرئيسية لهذا البنك هي تقديم التمويل لكافة المشروعات المدرجة بالخططة العامة للتنمية الإقتصادية والإجتماعية للدولة، وذلك عن طريق الإسهام في رؤوس أموال تلك المشروعات أو عن طريق مدها بالقروض ومتابعة تنفيذ تلك المشروعات، وتتمثل أهم موارد هذا البنك في الآتى:

- ما يخصص للبنك من إعتمادات في الموازنة العامة للدولة.
- الإيرادات الناتجة عن مباشرة البنك لنشاطه.
- حصيلة بيع الأسهم التي يمتلكها البنك في المشروعات التي يشارك فيها.
- حصيلة السندات التي يطرحها البنك بالعملة المحلية والأجنبية.
- القروض التي يعقدها البنك، ويشمل ذلك المبالغ التي يقترضها البنك من الهيئة القومية للتأمين الإجتماعى وصندوق توفير البريد وحصيلة شهادات استثمار البنك الأهلى.
- وعلى الرغم من كبر حجم موارد بنك الإستثمار القومى وإستثماراته في المشروعات العامة، سواء عند مساهمته في تكوين رؤوس أموال هذه المشروعات أو إقراضها لأجال متوسطة وطويلة، فإنه لا يساهم في تنشيط دور سوق الأوراق المالية، والذي يمكن أن يحدث عن طريق التعامل في الأوراق المالية التي يمتلكها بشركات القطاع العام وقطاع الأعمال العام، كذلك يمكن إستبدال جزء من القروض التي يعطيها البنك للمشروعات بسندات قابلة للتداول في البورصة مما يساهم في تنشيط دور سوق الأوراق المالية^(١)، كما يمكن لبنك الإستثمار القومى أن يُجنب جزءً من موارده لتكوين محفظة أوراق مالية لديه، تكون مكونة من مختلف

(١) محمد سامح عبد الهادى دور سوق الأوراق المالية المصرية في تمويل الاستثمار مرجع سابق الذكر، ص ١١٩.

الأوراق المالية المدرجة بالبورصة، بهدف نزوله مسترئاً أو بائناً فى البورصة عند وجود فائض فى العرض أو فائض فى الطلب لبعض الأوراق المالية، مما يساهم فى تحقيق الإستقرار فى البورصة ويخلق الإستمرارية فيها، ويساهم ذلك فيما تشهده السياسة العامة من تنشيط دور سوق الأوراق المالية وإزالة المعوقات التى تواجه قطاع الإستثمار الخاص.

أما بالنسبة للبنوك التجارية للمعاملات طويلة الأجل، فهالبنوك التجارية تقوم بجانب عملها الرئيسى (المعاملات قصيرة الأجل) بقبول الودائع التى تزيد مدة إيداعها وإعادة إقراضها عن سنه، وذلك عن طريق قبول الودائع متوسطة وطويلة الأجل وإصدار شهادات الإيداع ذات الإستحقاق المحدد، مثل شهادات إيداع بنك القاهرة لمدة ٣ سنوات بأنواعها المختلفة وشهادات البنك الأهلى المصرى ذات الأيراد بالدولار الأمريكى لمدة خمس سنوات بفئاتها المختلفة، كذا شهادات الإستثمار بأنواعها المختلفة التى يصدرها البنك الأهلى وتذهب حصيلتها إلى بنك الإستثمار القومى لإستثمارها فى المشروعات العامة.

ومن المؤكد أن هناك علاقة تبادلية بين الأسواق الداخلة فى سوق المال، حيث نجد حرية فى إنتقال الأموال من سوق إلى آخر بناء على ما يتدفق من معلومات عن تلك الأسواق، وكلما زادت القدرة على إنتقال الأموال بين تلك الأسواق زاد الإرتباط بينها، حيث تتحرك الموائد أو أسعار الفائدة بهذه الأسواق لأعلى ولأسفل مع بعضها عند حدوث أى تغيرات فى ظروف العرض والطلب، مع مراعاة أن هناك فروق فى الموائد بين تلك الأسواق تتوقف على عوامل كثيرة منها على سبيل المثال درجة المخاطر والسيولة وطول أجل الأموال والاعفاءات الضريبية، فإذا إفتترضنا إرتفاع سعر الفائدة فى سوق الأموال طويلة الأجل، فذلك يؤدى فى نفس الوقت إلى رفع معدل العائد أو سعر الفائدة فى سوق الأوراق المالية (أى إنخفاض أسعار الأوراق المالية) بسبب إنخفاض عرض الأموال فى سوق الأوراق المالية، وإتجاهها الى سوق الأموال طويلة الأجل، أى أن أثر رفع

سعر الفائدة في سوق الأموال طويلة الأجل أدى إلى إعادة توزيع الأموال بين السوقيين، فزادت الأرصدة القابلة للإقراض في سوق الأموال طويلة الأجل لكي يتحقق التوازن فيه مقابل نقص الأرصدة القابلة للإقراض بسوق الأوراق المالية لكي يتحقق التوازن فيه أيضاً، ولكن إذا فرضنا أن المشروعات غير قادرة على تحمل السعر المرتفع للفائدة بسوق الأوراق المالية سواء بسبب أسلوب إدارة الإقتصاد القومي، أو أسلوب الإدارة الداخلي في المشروعات، أو أية أسباب أخرى، فإن هذه المشروعات لن تتجه إلى إصدار أسهم أو سندات جديدة لتمويل التوسعات الجديدة وما يترتب على ذلك من تقلص نشاط سوق الأوراق المالية، أيضاً فإن ارتفاع سعر الفائدة في سوق الأموال طويلة الأجل يؤدي إلى إلحاق خسائر بحملة الأسهم والسندات القدامى بسبب انخفاض أسعار الأسهم والسندات التي يحتفظون بها (أي تحقيق خسائر رأسمالية)، وهذا يؤدي إلى زعزعة الثقة في سوق الأوراق المالية وانخفاض التعامل في الأوراق المالية.

والعكس صحيح حيث إن انخفاض سعر الفائدة في سوق الأموال طويلة الأجل يؤدي إلى انخفاض مقابل في معدل العائد في سوق الأوراق المالية (ارتفاع أسعار الأوراق المالية) ويؤدي ذلك إلى توسع في الطلب على الأرصدة القابلة للإقراض والاستثمار في سوق الأوراق المالية نتيجة انخفاض تكلفة الأموال التي يمكن الحصول عليها بإصدار الأسهم والسندات، كما يحقق ذلك أرباح رأسمالية لحاملي الأسهم والسندات القدامى.

مما سبق تتضح أهمية أن تأخذ السلطات النقدية في اعتبارها العلاقة المتبادلة بين معدلات العائد في أسواق الأموال قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل وسوق الأوراق المالية، وذلك عند اتخاذ أية قرارات في شأن تعديل سعر الفائدة على الودائع بالزيادة أو النقص، وأثر ذلك على سوق الأوراق المالية التي تعتبر مصدراً هاماً من مصادر التمويل طويلة

الأجل بالنسبة للمشروعات الإنتاجية ذات الأحجام الكبيرة والتي لها تأثير فعال على مستوى النشاط الإقتصادي.

المؤسسات غير البنكية:

١- شركات التأمين :

تشمل إستثمارات شركات التأمين في مصر العديد من الفروع منها الأراضي والمقارن والأوراق المالية بأنواعها من صكوك وسندات حكومية وشهادات إستثمار وأوراق ذات إيراد ثابت وأوراق ذات إيراد متغير، فضلاً عن القروض والودائع النقدية بالبنوك، وبالرغم من أن شركات التأمين تعتبر من أهم المنظمات المالية في إستثمار الأوراق المالية إلا أن إجمالى مواردها المالية يتيح لها المساعدة في تنشيط دور سوق الأوراق المالية بدرجة أكبر إذا ما توافر لديها الإدارة الإقتصادية عالية الخبرة بالإستثمار في بورصة الأوراق المالية، خصوصاً بعدما أتاح لها القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الحق في إنشاء صناديق الإستثمار، ولأن وظيفة هذه الصناديق الأساسية هي الإستثمار في الأوراق المالية^(١).

وتركزت إستثمارات شركات وصناديق التأمين والتي تقدر بـ ١٩,٥ مليار جنيه في نهاية يونيو ٢٠٠٠ في إستثماراتها في الأوراق المالية الحكومية والتي تقدر بنحو ١٢,١ مليار جنيه، وإيداعاتها لدى البنوك والمقدرة بنحو ٦,٤ مليار جنيه وإستثماراتها في الأراضي والمقارن بمقدار ٠,٦ مليار جنيه في نهاية يونيو ٢٠٠٠ (جدول رقم ٤).

(١) د. مرسى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر مرجع سالف الذكر، ص ٢١٧.

جدول رقم (٤)

التوظيفات الاستثمارية لقطاع التأمين

(بالمليار جنيه)

عام ٢٠٠٠			عام ١٩٩٩		
الإجمالي	الهيئة القومية للتأمين الاجتماعي	شركات وصناديق التأمين	الإجمالي	الهيئة القومية للتأمين الاجتماعي	شركات وصناديق التأمين
١٤٢,٣	١٩,٥	١٩,٥	١٢٥,٦	١٠٧,٩	١٧,٧
١١٩,٨	٠,٠	٠,٠	١٠٤,٩	١٠٤,٩	٠,٠
٠,٣	٠,٣	٠,٣	-	-	٠,٣
١٥,١	١٢,١	١٢,١	١٣,٥	٣,٠	١٠,٥
٦,٤	٦,٤	٦,٤	٦,١	-	٦,١
٠,٦	٠,٦	٠,٦	٠,٧	-	٠,٧
٠,١	٠,١	٠,١	٠,١	-	٠,١

المصدر: البنك المركزي المصري، «المجلة الاقتصادية» المجلد الأربعون، العدد الرابع ١٩٩٩، ٢٠٠٠.

وتتمثل توظيفات الهيئة القومية للتأمين الاجتماعي في نهاية يونيو ٢٠٠٠ في إيداعاتها لدى بنك الإستثمار القومي والتي بلغت ١١٩,٨ مليار جنيه، وإستثماراتها في الأوراق المالية الحكومية بما قيمته ٣ مليار جنيه.

٢. الهيئات القومية للتأمين الاجتماعي وصناديق التأمين الخاصة (صناديق التأمين والإدخار):

يتم إقراض فوائض الهيئة القومية للتأمين الاجتماعي إلى بنك الإستثمار القومي وفقاً لأحكام القانون رقم ١١٩ لسنة ١٩٨٠، وقد اعتمدت الدولة بدرجة كبيرة على أموال الهيئة في تمويل إستثمارات

الخطئة كذلك صناديق التأمين والإدخار فهي تشبه هيئة التأمين الإجتماعى من حيث الدور الذى تلعبه، إلا أنها تكون على مستوى الشركة أو القطاع ولا تقرض أموالاً للحكومة أو بنك الإستثمار القومى، وإنما تديرها لصالح المنتفعين، والأوراق المالية المتداولة بها تمثل نسبة منخفضة من جملة الإستثمارات الأخرى والسبب الأساسى هو الخوف من مخاطر المضاربة لعدم وجود الخبرة الكافية فى هذا المجال.

٣- شركات الإستثمار :

وهى شركات نشأت وفقاً لأحكام قانون الإستثمار تستخدم مواردها المالية فى إنشاء المشروعات الجديدة سواء بالمساهمة فى رأسمالها أو مدها بالقروض طويلة الأجل بالتعاون مع شركات التمويل، وشركات الإستثمار ممنوعة وفقاً لأحكام قانون الإستثمار من قبول الودائع وبالتالي فهي تعتمد على مواردها الخاصة، بالإضافة إلى ما تحصل عليه من شركات التمويل والسندات التى تصدرها، فهي تؤثر فى سوق الأوراق المالية عن طريق السندات.

٤- شركات توظيف الأموال:

وهذه الشركات تم تقنينها بالقانون رقم ١٤٦ لسنة ١٩٨٨ والمعروف بقانون تلقى الأموال، والذى أتاح لها قبول الودائع على العكس من شركات الإستثمار، ويمكنها أن تقوم بدور داعم لنشاط سوق الأوراق المالية، إلا أنها إلى الآن ليس لها نشاط يُذكر فى سوق الأوراق المالية حيث ألزم القانون هذه الشركات بإصدار صكوك الإستثمار مقابل الأموال التى تتلقاها من الجمهور بفرض الإستثمار، وهذه الصكوك هى أصل مالى يقتصر حق إصدارها على الشركات التى تعمل فى مجال تلقى الأموال لإستثمارها إلا أنها غير قابلة للتداول فى بورصة الأوراق المالية^(١).

(١) د. سيد الهوارى، مدخل إلى الإدارة المالية، مكتبة عين شمس، سنة ١٩٩٦، ص ٤٧.

٥. شركات التأجير التمويلي:

هى عبارة عن شركات تقوم بنشاط تمويل لشراء معدات أو أصول رأسمالية بفرض التأجير، حيث تقوم شركة التأجير التمويلي (المؤجر) بتمويل شراء أصل محدد بمعرفة شركة أو مؤسسة أخرى (المستأجر) من طرف ثالث (المورد) ثم يتسلم المستأجر الأصل الإستثمارى لإستعماله على سبيل الإيجار بعقد لمدة معينة بحيث تغطى الدفقات الإيجارية التى يدفعها المستأجر. خلال فترة التعاقد - الأموال المدفوعة فى الأصل والفوائد وهامشاً من الربح، ولا يتحمل المؤجر أية تكاليف للصيانة أو الإصلاح أو الضرائب أو غيرها وتحملها جميعاً المستأجر^(١)، بل قد يشترط أن يبرم المستأجر عقد صيانة مع الشركة الصانعة أو المورد للمعدات لضمان استمرار كفاءة وصلاحية المعدات للتشغيل، هذا وقد يتاح للمستأجر عند نهاية عقد التأجير فرصة الشراء الإختياري للمعدات، إما مقابل القيمة المتبقية من تكلفة الشراء بالإضافة إلى الفوائد وهامش الربح - الذى لم يغطى عقد التأجير - أو بأسعار تحدد عند بداية التعاقد للإيجار، أو بأسعار السوق السائدة عند نهاية العقد، كما تتاح للمستأجر فرصة تجديد العقد لمدة أو مدد أخرى، وإذا لم يستعمل المستأجر أيًا من الخيارين المذكورين فإنه يعيد الأصل إلى المؤجر^(٢).

ومما لا شك فيه أن السوق المصرية أحوج ما تكون فى المرحلة الراهنة لمثل هذا النوع من التمويل، لما يمكن أن يحققه من مزايا أهمها هو أنه عند قيام شركات مساهمة لممارسة نشاط التأجير التمويلي وطرحها لأسهم رؤوس أموالها وإصدارها سندات لتمويل نشاطها - فبالإضافة إلى ما يترتب على نشاط التأجير التمويلي من سرعة تنفيذ المشروعات - فإنه سوف يساهم بلا شك فى تنشيط سوق الإصدار وبالتالي يؤدي إلى تنمية بورصة الأوراق المالية.

(١) د. يسرى جرجس بسطا: دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٩٧، ص ٢٢١.

(٢) مصدر القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥ فى شأن (التأجير التمويلي) ونشر بالجريدة الرسمية العدد رقم ٢٢ مكرر. فى ١٩٩٥/٦/٢ وصدرت لائحته التنفيذية وفقاً لقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ٨٤٦ لسنة ١٩٩٥، ونشرت فى الوقائع المصرية العدد ٢٩١ بتاريخ ١٩٩٥/١٢/٢١.

الباب الأول

**أهم التشريعات والسياسات الاقتصادية
المؤثرة على أداء بورصة الأوراق المالية**

الفصل الأول

أهم التشريعات الاقتصادية المؤثرة على أداء بورصة الأوراق المالية

تعتبر التشريعات الاقتصادية أحد أهم العوامل المؤثرة على أداء بورصة الأوراق المالية، فهي قد تؤدي إلى جذب الاستثمارات وتجميع المدخرات وتوجيهها إلى القطاعات المختلفة للاستثمار والنمو وما يتبع ذلك من إزدهار للبورصة، ويكون ذلك إذا ما كانت هذه التشريعات ملائمة للأوضاع الاقتصادية والاجتماعية والثقافية للدولة.

وقد تؤدي إلى إعاقة أداء البورصة لدورها في تنمية الاقتصاد وبالتالي تشكل عائقاً يحول دون إمكانية الإستغلال الأمثل للمدخرات والأموال المتاحة، ويكون ذلك إذا كانت هذه التشريعات غير مرنة أو غير متناسبة ومنسجمة مع باقي التشريعات والأنظمة التي تحكم الدولة.

وسنتناول فيما يلي تحليل لأهم التشريعات الاقتصادية المؤثرة على أداء بورصة الأوراق المالية، ونفرد لهذا التحليل مبحثين نتناول في المبحث الأول أهم القوانين المنشأة للبورصة والمنظمة لها، خاصة القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وفي المبحث الثاني نتناول أهم القوانين والقرارات المرتبطة بالبورصة والمؤثرة على أدائها.

المبحث الأول

أهم التشريعات المنشئة للبورصة والقوانين المنظمة لها ودورها في مرونة حركة رؤوس الأموال

سن تناول في بند أول من هذا البحث بإيجاز أهم التشريعات المنشئة للبورصة المصرية والمنظمة لها، والتي كان لها أكبر الأثر في تطور بورصة الأوراق المالية حتى وصلت إلى المصير الحالي، ثم نتناول في بند ثان القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ كأحد أهم القوانين المنظمة للبورصة في العصر الحديث ودوره في تنشيط سوق الأوراق المالية، ونتناول بالتحليل فلسفة هذا القانون وسماته الرئيسية، ثم نتناول أهم الشركات والمؤسسات المالية التي إستحدثها ودورها في تنشيط البورصة، ثم أهم الأحكام الإيجابية فيه ودوره في مرونة حركة رؤوس الأموال، وأخيرًا أهم التحفظات على هذا القانون.

أولاً: أهم التشريعات والقوانين المنشئة للبورصة والمنظمة لها .
ودورها في مرونة حركة رؤوس الأموال:

١ - يرجع تاريخ التعامل في الأوراق المالية في مصر إلى عام ١٨٨٣ حيث لم تكن المعاملات تخضع لقواعد مدونة وإنما طبقاً للمادات والتقاليد المألوفة حينذاك، ثم أنشأت بورصة الأوراق المالية بالاسكندرية عام ١٩٠٣ ثم بورصة القاهرة عام ١٩٠٧^(١).

(١) د. عبد الحميد صديق، سوق المال في مصر ودورها في تنمية وتطوير الاقتصاد امي، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة قناة الوي، كلية التجارة، سنة ١٩٩٤، ص ٨٥.

٢ - كان لظهور فترة الإصلاح النقدي عام ١٩٠٩ أكبر الأثر في وضع أول لائحة للبورصة بالأمر العالي عام ١٩٠٩ ونص على العمل به من أول سبتمبر ١٩١٠، وقد خضعت البورصة منذ ذلك التاريخ لرقابة الحكومة، وتم إصلاح سوق الأوراق المالية، وتنظيمها ووضع القواعد والأسس التي تحكم سير العمل بها، وقد تم إغلاق البورصة أثناء الحرب العالمية الأولى من ١٩١٤ حتى ١٩١٦ حيث أعيد إفتتاحها، وتم وضع لائحة جديدة للبورصة عام ١٩٣٢ .

٣ - المرسوم الصادر بتاريخ ٣١ ديسمبر ١٩٣٢^(١): في هذا التاريخ صدر مرسوم بالموافقة على اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، وقد تضمن في مادته الثانية إلغاء القوانين الصادرة سنة ١٩٠٩، وقد تميز هذا المرسوم بأنه عالج أوضاع بورصات الأوراق المالية وحدها دون أن يجمع بينها وبين بورصات البضائع التي صدرت مراسيم أخرى تعالج أوضاعها، ثم صدرت بعد ذلك اللائحة الداخلية لبورصات الأوراق المالية بقرار من وزير المالية في عام ١٩٤٠، ثم عدل هذا القرار بقرار آخر عام ١٩٤٧ تضمن إنشاء سوق خارج جدول الأسعار الرسمي، على أن يقتصر التعامل فيها على العمليات الحاضرة فقط، وبذلك وجدت السوق الموازية بجانب السوق الرسمية.

٤- القانون رقم ١٢٠ لسنة ١٩٥٢: وهو القانون الخاص بتعديل قانون الشركات المساهمة، بما يسمح للأجانب أن يكون لهم الحق في تملك ٥١٪ من اجمالي رأسمال الشركة بدلاً من القيد الوارد في القانون ١٣٨ لسنة ١٩٤٧ بحظر تملكهم لأكثر من ٤٩٪، كما أصبح لهم الحق في تغطية النسبة الباقية في حالة عدم تغطية المصريين للحصة المقررة لهم في غضون شهر واحد من طرحها للاكتتاب العام^(٢).

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٩٧، ص ٦٦ .

(٢) محمد سامح عبد الهادي، دور سوق الأوراق المالية المصرية في تمويل الإستثمارات، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة المنوفية، كلية التجارة، سنة ١٩٩٥، ص ١٧١ .

٥ - القانون رقم ٢٢٦ لسنة ١٩٥٢ فى شأن التعامل فى الأوراق المالية: يعتبر هذا القانون مكملاً للمرسوم الصادر فى ١٢/٢١/١٩٢٢، وقد نص على حظر التعامل فى الأوراق المالية إلا عن طريق أحد السماسرة المقيدى فى البورصة، وذلك سواء كانت الأوراق مقيدة بجدول الأسهم الرسمى أو غير مقيدة، كما نص القانون على ضمان السماسرة لكافة العمليات التى تتم بواسطتهم.

٦- القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ الخاص باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية: صدر هذا القانون ليحل محل المرسوم الصادر فى والقانون رقم ٢٢٦ لسنة ١٩٥٢، وقد إستمر العمل بهذا القانون حوالى ٢٨ عاماً دون تعديل جوهري حتى تم تعديله بالقانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١، ثم إلغاؤه بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وقد نظم هذا القانون المعاملات المالية والإدارية فى بورصة الأوراق المالية، وحدد عمل السماسرة ووضع القواعد والأسس التى تحكم سير العمل بها.

وجدير بالذكر أن سوق الأوراق المالية قد أدت دورها بكفاءة خلال فترة الأربعينيات والخمسينيات حتى عام ١٩٥٥ وظلت بورصتا الإسكندرية والقاهرة من أهم بورصات العالم، حيث شهدت البورصة عصرها الذهب عندما كانت قيمة الجنيه المصرى أعلى من قيمة الجنيه الاسترلى فى سوق النقد المالى، وقد كان لدور البنوك أهميته فى مواكبة تطور البورصة، فقد ساهم بنك مصر فى تنشيط حركة التعامل فى سوق المال منذ عام ١٩٢٠ حيث كان يمتلك أكبر محفظة للأوراق المالية، وذلك من خلال إستثماراته الواسعة التى كانت أوراقها المالية تمثل جانباً كبيراً من التعامل فى البورصة، وكان ينتظر لسوق الأوراق المالية فى مصر أن تتسع وتتمو لولا أن الأحداث اللاحقة والتى تمثلت فى الأخذ بالنظام الإشتراكى قد حدثت من هذا النمو ورجعت بالسوق خطوات إلى الخلف، وقد واجهت الملكية الفردية العديد من القوانين التى ترتب عليها تقليص نشاط سوق الأوراق المالية، وقد كان من أهم هذه القوانين القانون رقم ٧ لسنة ١٩٥٩

والقانون ١١٦ لسنة ١٩٦١ وقوانين التأميم ١١٧، ١١٨، ١١٩ لسنة ١٩٦١^(١).

٧- القانون رقم ٧ لسنة ١٩٥٩: قامت الحكومة بموجب هذا القانون بتحديد الأرباح الموزعة على المساهمين بما لا يزيد عن توزيعات عام ١٩٥٨ بأكثر من ١٠٪ ثم (٢٠٪ بعد ذلك) أو بما لا يجاوز ١٥٪ من القيمة الإسمية للأسهم التي توزع أرباحها لأول مرة، وقد ترتب على هذا القانون ردود فعل شديدة هبطت على أثرها أسعار الأسهم هبوطاً شديداً، الأمر الذي أدى إلى وضع حد أدنى للأسعار، ودخلت الحكومة مشترية في السوق لحماية الأسعار من الانهيار، ووجدت سوق سوداء للتعامل في الأوراق المالية بأسعار أقل من الحد الأدنى المحدد لكل ورقة، بفرض تحول رأس المال من هذا النوع من الإستثمارات لنوع آخر أكثر ربحية أو أكثر أماناً.

٨- القانون رقم ١١٦ لسنة ١٩٦١: تم بموجب هذا القانون تعطيل بورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية لمدة شهرين، ومنع نقل ملكية الأسهم خلال فترة التعطيل، وقد كان هذا القانون مواكباً لصدور قوانين التأميم أرقام ١١٧، ١١٨، ١١٩ لسنة ١٩٦١، والتي أوجدت حالة من عدم الثقة والإطمئنان نحو جدوى أى استثمار أو سلامته، (وستتناول في مبحث مستقل مرحلة التأميم بقوانينها).

وهكذا تجمد نشاط سوق الأوراق المالية نظراً للإرتباط الوثيق بين ازدهار ونمو السوق واتساع نشاط القطاع الخاص، وقد أثرت قوانين التأميم سلباً على السوق حيث تجمد نشاط سوق الإصدار حتى إنه لم يتبق من الشركات المساهمة التي كانت قائمة قبل التأميم (٦٥٠ شركة) سوى ٣٦ شركة مساهمة، ولم تنشأ شركات مساهمة أخرى سوى أربعة شركات طوال العشر سنوات من ١٩٦١ حتى ١٩٧١^(٢)، كذلك تراجع حجم التعامل في بورصتي الأوراق المالية من ٦٦,٩ مليون جنيه في عام ١٩٥٨

(١) د. حسنى خليل محمد، تطور سوق المال في مصر، معهد الدراسات المصرفية (البنك المركزي المصري)، مارس سنة ١٩٨٦، ص ٤، ٥.

(٢) د. حسنى خليل محمد، تقييم سياسات إدارة الأموال بالمصارف التجارية المصرية، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية التجارة، سنة ١٩٨٦، ص ٣٨٣.

إلى ٥,١ مليون جنيه عام ١٩٦٣، ثم إلى ٢,٨ مليون جنيه فقط عام ١٩٦٥^(١)، وهو ما يوضح إلى أى مدى تراجعت البورصة وتقلص دورها فى تعبئة المدخرات، ومع التحولات الجديدة فى السياسة الإقتصادية خلال مرحلة الإنفتاح والتحرر الإقتصادى بعد حرب ١٩٧٣ كان للإدارة الإقتصادية دور مؤثر فى إعادة الثقة إلى سوق المال فى مصر من خلال مجموعة من القوانين والتشريعات والإجراءات التى تم إتخاذها ونتناول أهم هذه القوانين.

٩- القانون رقم ٤٣ لسنة ١٩٧٤ المعدل بالقانون رقم ٣٢ لسنة ١٩٧٧ الخاص بإستثمار رأس المال العربى والأجنبى؛ ويهدف هذا القانون إلى تشجيع الإستثمارات الأجنبية والمصرية فى كافة المجالات، ومنح الأولوية لمشروعات التصدير والمشروعات المشتركة برؤوس أموال عربية وأجنبية ومصرية، وقد شمل القانون بامتيازاته مشروعات القطاع الخاص، بما فى ذلك المشروعات ذات الملكية المصرية^(٢)، وأعطى للمستثمرين مزايا ضريبية وجمركية تحفزهم على الإستثمار، كما أعطى لرأس المال الأجنبى الذى يستثمر فى مصر ضمانات فيما يتعلق بالحماية من التأميم والمصادرة وأعطاهم حقوق تصدير الأرباح وإعادة تصدير رأس المال^(٣).

غير أن هذه المزايا لم تكن كافية لإنعاش سوق الأوراق المالية فى مصر بصورة سريعة، فلم يتجاوز عدد الشركات المساهمة الخاصة المقيدة بالبورصة حتى نهاية سنة ١٩٨٠ (٦١ شركة) كما أن متوسط

(١) جدول رقم (١١) ص ٩٢ من هذه الرسالة. تطور حجم التماثل فى سوق الأوراق المالية بالمقارنة والاسكندرية خلال الفترة من ١٩٥٧ حتى سنة ١٩٧٦ .

(٢) د. أحمد محمد عبده، دور سوق الأوراق المالية فى دعم إمكانيات التنمية الإقتصادية فى مصر، جامعة عين شمس، كلية التجارة، رسالة ماجستير غير منشورة، سنة ١٩٩٨، ص ٢٣ .

(٣) سيد عيسى، أسواق المال والإستثمار فى مصر، معهد الدراسات المصرية (البنك المركزى المصرى)، سنة ١٩٨٦-١٩٨٧، ص ١١-٩ .

حجم التعامل خلال الفترة من سنة ١٩٧٥ حتى سنة ١٩٧٩ فى بورصتى الأوراق المالية لم يتجاوز ٧,٦ مليون جنيه^(١).

على أن سياسة الحكومة فى تشجيع وتنمية سوق الأوراق المالية وجذب مجهودات القطاع الخاص، اتضحت وأخذت أبعادها تمامًا من خلال مجموعة من التشريعات والقرارات الهامة، لإعادة النشاط والحيوية لسوق الأوراق المالية وتقوية دورها فى تمبئة المدخرات وتمويل الإستثمارات الإنتاجية.

١٠- القرار الجمهورى رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ بإنشاء الهيئة العامة لسوق المال: صدر هذا القرار تدعيمًا لسياسة الإنفتاح الإقتصادى وإحياء سوق الأوراق المالية وإعادة الحيوية والنشاط لها، وقد منح هذا القرار للهيئة كافة السلطات والصلاحيات لخلق وتدعيم المناخ، والإجراءات اللازمة لتنمية وتطوير سوق الأوراق المالية لتصبح سوقًا إقليمية وعالمية.

وقد نصت المادة الثانية من هذا القرار على أن الهدف الأساسى للهيئة هو العمل على تنظيم وتنمية سوق الأوراق المالية، ومراقبة حسن قيام هذه السوق بوظائفها وتوجيه رؤوس الأموال اللازمة للمشاركة فى التنمية الإقتصادية، فضلاً عن خلق وتنمية وتدعيم المناخ الملائم للإدخار والإستثمار، وتأهيل وسطاء الأوراق المالية والإشراف على توفير المعلومات والبيانات الكافية عن الأوراق المالية وكل ما يتعلق بها، وإذا كان قرار إنشاء الهيئة العامة لسوق المال قد أقر لها كل السلطات والصلاحيات التى تؤهلها لتحقيق المسئوليات التى أنشئت من أجلها، إلا أن القرار المذكور لم يتناول الجزاءات أو العقوبات التى يمكن تطبيقها فى حالات المخالفة، الأمر الذى يضعف من سلطة الهيئة تجاه الجهات

(١) الهيئة العامة لسوق المال. هيكل سوق المال فى مصر. مذكرة مقدمة للمؤتمر الدولى لتنمية أسواق المال (القاهرة-مايو سنة ١٩٨٢) من ٢٤.

المخالفة، وهو ما تم معالجته في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢^(١).

١١- القانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١: وهذا القانون بخصوص إجراء بعض التعديلات على القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ الخاص باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، ويهدف إلى تبسيط إجراءات التعامل في الأوراق المالية وحماية المتعاملين، والسماح بقيد الأوراق المالية الأجنبية في قائمة الأسهم، وكذلك السماح بقيد سماسرة أجنبي كمراسلين في البورصة، والسماح لهم بتكوين شركات مع سماسرة مصريين، والزام الشركات المساهمة بتسجيل أوراقها المالية في البورصة، وذلك بقصد زيادة الأوراق المالية المقيدة في البورصة وتسهيل تداولها، وبصفة عامة ساهم هذا القانون في تحقيق المزيد من التنظيم لبورصة الأوراق المالية المصرية.

١٢- القانون رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١^(٢): صدر هذا القانون بخصوص الضرائب على الدخل والذي هدف إلى تشجيع المبادرات الفردية والتحفيز على إقامة المشروعات، وقد منح هذا القانون مزايا ضريبية للأسهم والسندات التي تصدرها الشركات المساهمة للتقريب بينها وبين الأوعية الإدخارية الأخرى من حيث المعاملة الضريبية، وذلك بفرض تشجيع توجيه المدخرات نحو الإستثمار في الأوراق المالية.

ثم صدر بعد ذلك القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ بشأن الشركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة، والذي نظم شركات الأموال بإعتبارها الشكل الأقدر على تجميع الأموال وإستثمارها في المجالات المختلفة، والزام شركات المساهمة والتوصية بالأسهم بقيد أوراقها المالية في سوق الأوراق

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر. رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٩٧، ص ٧٥.

(٢) القانون رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١ بشأن الضرائب على الدخل، الجريدة الرسمية، العدد رقم ٢٧ بتاريخ ١٠/٩/١٩٨١م.

المالية، ثم صدرت عدة قرارات وقوانين كان أهمها قانون الإستثمار رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ المعدل بعد ذلك بالقانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ بإصدار ضمانات وجوايز الإستثمار، والذي كان له أكبر الأثر في تنشيط سوق الأوراق المالية، والقانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ بشأن شركات قطاع الأعمال العام متبنياً فلسفة إقتصادية جديدة، ثم القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لسوق رأس المال وما تبعه من قرارات وزارية، لدعم عمل البورصة حتى صدور قرار رئيس الجمهورية رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧ بشأن الأحكام المنظمة لإدارة بورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية وشؤونهما المالية^(١)، وما زال أمام الإدارة الإقتصادية الكثير حتى تصبح بورصة الأوراق المالية في مصاف البورصات العالمية، وهو الأمل المنشود لكل مصر.

ثانيا: قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢:

إن الهدف الرئيسي من إصدار هذا القانون هو إعادة تنظيم سوق رأس المال في مصر، وقد صدر هذا القانون في ثمانية أبواب وقد ألفى في مادته الرابعة القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية والذي كان معمولاً به منذ عام ١٩٥٧ وحتى صدور قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

وقد تناول هذا القانون المؤسسات العاملة والأدوات المستخدمة في سوق رأس المال بشقيه الإصدار والتداول، وركز بصفة خاصة على الأوراق المالية، ووضع قواعد لإصدارها وتداولها، كما إستحدث عدداً من المؤسسات التي لمبت دوراً هاماً في تنشيط البورصة، وقد صدرت اللائحة التنفيذية لهذا القانون بقرار من وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٢ في أبريل ١٩٩٣^(٢).

(١) وستناول في هذا البحث القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال. كما نتناول القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، والقانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ في المبحث الثاني، والقانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ في الفصل الثاني.

(٢) نشر هذا القانون بالجريدة الرسمية-العدد ٢٥ (مكرر) في ١٩٩٢/١/٢٢.

ويمكن تسمية هذا القانون بقانون سوق الأوراق المالية، ذلك لأن سوق رأس المال له شقان، الأول هو الأوراق المالية من أسهم وسندات والثاني هو سوق رأس المال من نقد وتعاملات طويلة الأجل من غير طريق الأوراق المالية^(١)، وهذا الشق من سوق رأس المال المفروض أن تقوم به مؤسسات مالية متخصصة وهي البنوك المتخصصة وبنوك الأعمال، ولكنها محدودة ومقيدة في أداء دورها بسبب أن سوق الأوراق المالية التي يجب أن يعتمد عليها ضعيفة للغاية.

١- فلسفة القانون وسماته الرئيسية :

ويعد هذا القانون خطوة هامة في سبيل زيادة الإستثمار في مصر ويمكن القول أن فلسفة القانون قد قامت على عدة محاور هي :

■ تنظيم سوق رأس المال وفقاً لقواعد ونظم محددة وواضحة تضمن له الحرية مع الإنضباط الكامل في ذات الوقت، وفي ظل تشريع شامل متكامل وواضح.

■ إعطاء صلاحيات للهيئة العامة لسوق المال بما يجعلها جهازاً رقابياً قادراً على التأكد من سلامة إجراءات الشركات المتعاملة في السوق وسلامة استخدام أموال المساهمين، وقادر في ذات الوقت على المتابعة الجادة والسريعة.

■ تشجيع المدخرين على إستثمار أموالهم بحرية دون قيود، وتوفير المعلومات الكاملة لتمكينهم من إتخاذ القرار الصحيح في الوقت المناسب وبالسرية اللازمة.

■ إقامة توازن دقيق بين الرغبة في حماية المدخرين في إستثمار أموالهم في سوق المال وبين إيجاد سوق لرأس المال منتظمة وحرّة أيضاً.

(١) د. صلاح زين الدين، "سوق الأوراق المالية المصرية ودورها التتموي المنشود-دراسة لبعض مشكلات عرض الأوراق المالية والطلب عليها". ضمن بحوث المؤتمر العلمي السنوي الثامن عشر للإقتصاديين المصريين (تمويل التنمية في ظل إقتصاديات السوق) القاهرة ٩-٧ أبريل سنة ١٩٩٢، ص ٣٠.

■ تحديد العلاقة بين الشركة المستثمرة وبين من يستثمر أمواله على نحو يمنع وقوع غبن على هذا الأخير أو إستغلاله.

■ إعطاء الوزن النسبي الملائم للإفصاح عن البيانات بما يؤدي إلى شفافية السوق، وذلك بإلزام كافة الشركات التي طرحت أوراقاً مالية لها في إكتتاب عام وكذلك الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ولم تطرح أوراقاً مالية لها للإكتتاب العام، أن تقدم للهيئة على مسئوليتها بياناً بالتعديلات التي تطرأ على نظامها الأساسي، ونسبة المساهمات في رأسمالها فور حدوثها، وتقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها المتضمنة الإفصاح عن المركز المالي لها، وتخطر الهيئة بالميزانية والقوائم المالية وفقاً لأحكام القانون المذكور.

■ توفير الحماية الكاملة لأقلية المساهمين في أى شركة ومنع وقوع غبن أو إستغلال لهم.

■ توفير نظام يضمن فض المنازعات في أسرع وقت وبإجراءات قضائية سريعة.

■ تقرير إعفاءات ضريبية تكفل الموازنة بين أدوات الإدخار وأدوات الإستثمار^(١).

وقد نجح هذا القانون إلى حد كبير في جذب رؤوس الأموال للإستثمار في البورصة بحرية وثقة، بعد أن أعطى المستثمر الكثير من الميزات وأعضاء من الضرائب على رأسماله وأرباحه المستثمرة في البورصة، وبعد أن وفر له المعلومات وضمن الحماية لأمواله والرقابة على الشركات المتعاملة بالبورصة، مما أدى إلى زيادة حركة القيد والتداول للأوراق المالية في البورصة، وزيادة نشاط البورصة وبالتالي نمو الإقتصاد ككل، ونلاحظ من الجدول رقم (٥) تطور حركة القيد والتداول للأوراق المالية بشكل ملحوظ خصوصاً في قيمة التداول منذ عام ١٩٩٤ وحتى عام ٢٠٠٠ بطريقة تصاعديه وكذلك في عدد الأوراق المالية

(١) د. ناجي خشبة، إدارة المنشآت المالية، دار أم القرى، المنصورة، سنة ١٩٩٧، ص ٣٤٢.

المتداولة وعدد العمليات، ومما هو جدير بالذكر أن اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بدأ تنفيذها في ابريل عام ١٩٩٣، ومن المؤكد أن لهذا القانون ولائحته التنفيذية أكبر الأثر على تطور حركة البورصة، كما دعم هذا التطور أيضاً القانون رقم ٢٠٢ لسنة ١٩٩١ بإصدار قانون شركات قطاع الاعمال العام ولائحته التنفيذية والذي تبنى سياسة الخصخصة.

جدول رقم (٥)
تطور حركة التغير و التنازل والارتفاعات الجغرافية في مصر (١٩٨١-٢٠٠٢)

البيانات	١٩٨١	١٩٨٨	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١	١٩٩٢	١٩٩٣	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	١٩٩٩	٢٠٠٠	٢٠٠١	٢٠٠٢
١- التغير التنازلي (الارتفاعات الجغرافية)	١٣٣,١	١٤٨,١	١٣٤,٣	٢٣٨,٠	٤٣٨,٨	٥٩٦,٦	٥٦٦,٦	٥٦٦,٦	٥٦٦,٦	٥٦٦,٦	٥٦٦,٦	٥٦٦,٦	٥٦٦,٦	٥٦٦,٦	٥٦٦,٦	٥٦٦,٦
٢- التغير التنازلي (الارتفاعات الجغرافية)	٨٢,٧	١٣٣,١	١٣٣,١	١٣٣,١	١٣٣,١	١٣٣,١	١٣٣,١	١٣٣,١	١٣٣,١	١٣٣,١	١٣٣,١	١٣٣,١	١٣٣,١	١٣٣,١	١٣٣,١	١٣٣,١
٣- التغير التنازلي (الارتفاعات الجغرافية)	٢٨,٥	٢٨,٥	٢٨,٥	٢٨,٥	٢٨,٥	٢٨,٥	٢٨,٥	٢٨,٥	٢٨,٥	٢٨,٥	٢٨,٥	٢٨,٥	٢٨,٥	٢٨,٥	٢٨,٥	٢٨,٥
٤- التغير التنازلي (الارتفاعات الجغرافية)	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧
٥- التغير التنازلي (الارتفاعات الجغرافية)	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧
٦- التغير التنازلي (الارتفاعات الجغرافية)	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧
٧- التغير التنازلي (الارتفاعات الجغرافية)	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧
٨- التغير التنازلي (الارتفاعات الجغرافية)	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧
٩- التغير التنازلي (الارتفاعات الجغرافية)	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧	١,٧

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال، مركز المعلومات

٢- أهم الشركات والمؤسسات المالية التي إستحدثها القانون ودورها فى تنشيط البورصة:

دعا القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ إلى تنظيم الشركات العاملة فى الأوراق المالية وذلك من خلال تنظيم الأنشطة التى تقوم بها هذه الشركات، وأمن خلال إستحداث شركات ومؤسسات مالية جديدة مثل شركات رأس المال المخاطر وصناديق الإستثمار وإتحاد العاملين المساهمين، ونعرض فى إيجاز أهمية هذه المؤسسات المالية لدعم وتنشيط البورصة.

شركات رأس المال المخاطر

هى شركات غير تقليدية لا تدير شركات أو مشروعات تؤسسها بنفسها، ولكنها شركات تهدف إلى إقتناص فرص إستثمارية يمكن أن تحقق لها عوائد غير عادية، وذلك عن طريق قيامها بتقديم التمويل للمشروعات التى تمتلك براءات إختراع أو تعتمزم تطبيق تكنولوجيا جديدة، ويرتبط نشاط هذه الشركات بتمويل المشروعات التى يتوقع لها نمو سريع، كما يمتد نشاطها إلى تدعيم وإدارة الشركات المتعثرة، حيث ينمى الإستثمار فيها على درجة عالية من المخاطر. نتيجة لإختلال فى هيكلها التمويلية أو عدم كفاءة الإستثمار أو ضعف تنظيمها وإدارتها - وذلك عن طريق دعمها مالياً أو تقديم الخدمات الفنية والإدارية لها، وتقدم هذه الشركات التمويل فى شكل مساهمة فى رأس مال الشركة الممولة بعد الإتفاق على العائد المطلوب على رأس المال، كما تتقاضى أيضاً عمولة عند تقديم الخبرات الفنية والإدارية لهذه الشركة- الممولة، ويمكن ان تسترد هذه الشركات أموالها المستثمرة فى معظم الأحوال بقيامها ببيع الأوراق المالية التى بحوزتها فى السوق الثانوية، أو بيعها لشركة رأس مال مخاطر جديدة أو مستثمرين جدد وفقاً لشروط معينة، والخروج من المخاطرة.

بناءً على ما سبق فإن وجود نشاط رأس المال المخاطر يلعب دوراً كبيراً فى تمويل المشروعات الجديدة، كما يساهم فى زيادة القدرة

الإنتاجية للمشروعات القائمة من خلال المساهمة في نقل التكنولوجيا الحديثة إليها، إلى جانب تشغيل الطاقات المعطلة للشركات المتعثرة عن طريق المساهمة في إصلاح هيكلها التمويلية والإدارية من خلال تقديم التمويل اللازم والخبرات الفنية والإدارية لهذه الشركات، وهذا يسهم بدرجة كبيرة في زيادة القيمة المضافة إلى جانب المساهمة في تنشيط سوق الإصدار والتداول في البورصة. لذا فالسوق المصرية تحتاج لنشاط رأس المال المخاطر في المرحلة الحالية خصوصاً مع تنفيذ برنامج الخصخصة الملئ بفرص العمل لمثل هذه الشركات^(١).

ومما هو جدير بالذكر أن شركات رأس المال المخاطر تم إدراجها ضمن الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال، وبذلك وجد لأول مرة في السوق المصرية سند قانوني لإمكانية قيام هذا النشاط، ونظراً لأن شركات رأس المال المخاطر تعد من الشركات الجديدة على السوق المصرية الذي إستحدثها قانون رأس المال، فلا بد أن تقوم الهيئة العامة لسوق المال بعمل توعية كاملة عن هذه الشركات حتى يتسنى للمستثمرين فهم طبيعة نشاطها، مما يدفعهم إلى تأسيسها وإنشائها خاصة وأن من شأنها تنشيط كل من سوق الإصدار والتداول من خلال الأوراق المالية التي ستطرحها الشركات التي تقوم بتمويلها.

● صناديق الإستثمار

يمكن تعريف صناديق الإستثمار بأنها عبارة عن أوعية أو مؤسسات مالية تعمل على تجميع مدخرات الأفراد، وتقوم بتوجيهها إلى مجالات الإستثمار في الأوراق المالية، وذلك من خلال جهة ذات خبرة في إدارة محافظ الأوراق المالية^(٢)، فهي أحد أساليب الإستثمار الجماعي

(١) د. يسرى جرجس بعبا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، مرجع سبق ذكره، ص ٢١٢ .

(٢) د. منى قاسم. صناديق الإستثمار للبنوك والمستثمرين. القاهرة-الدار المصرية اللبنانية، سنة ١٩٩٥، ص ٤٥ .

المرتبطة تماماً بسوق الأوراق المالية، فهي تعمل على إنسياب المدخرات القومية إلى سوق الأوراق المالية في ظل إدارة جماعية لهذه المدخرات.

وقد إستحدث القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ صناديق الإستثمار كأحد المؤسسات العاملة في السوق المصرية لأول مرة، وقد أدرج هذه المؤسسات ضمن الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، ثم أفرد المشرع لصناديق الإستثمار فصلاً كاملاً ثم تبعته اللائحة التنفيذية بالأحكام التفصيلية، وقد أجاز القانون للبنوك، وشركات التأمين أن تباشر بنفسها نشاط صناديق الإستثمار، ولا شك أن ذلك يشجع البنوك وشركات التأمين على الدخول بفاعلية في سوق الأوراق المالية، لما تتمتع به من خبرة وسمعة طيبة بين المدخرين والمستثمرين، الأمر الذي يترتب عليه تنشيط سوق الأوراق المالية، ويظهر ذلك بوضوح من الجدول رقم (٦) الخاص ببيان صناديق الإستثمار التي تم الترخيص لها بمزاولة النشاط في السوق المصرية منذ صدور اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ حتى نهاية سنة ١٩٩٥، ويتضح منه أن البنوك وشركات التأمين هم اللذين قاموا بإنشاء معظمها.

جدول رقم (٦)

بيان بصناديق الاستثمار التي تم الترخيص لها بمزاولة النشاط في السوق المصرية، منذ صدور اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وحتى نهاية عام ١٩٩٥

٢	اسم الصندوق	رأس المال المصدر (بالمليون جنيه)	رقم الترخيص	رقم الترخيص	قيمة الوثائق (بالمليون جنيه)
١	صندوق استثمار البنك الأهلي الأول	٥٠٠	٢٥	١٩٩٤/٦/٢٦	١٠٠٠
٢	صندوق استثمار البنك المصري الأمريكي	١٠٠٠	٣٠	١٩٩٤/٨/١٧	٢٠٠٠
٣	صندوق استثمار بنك الإسكندرية	١٠٠٠	٣١	١٩٩٤/٩/٢٨	٢٠٠٠
٤	صندوق استثمار بنك مصر الأول	١٥٠٠	٣٨	١٩٩٤/١٢/١٣	٣٠٠٠
٥	صندوق استثمار المستثمرين المتمتعين بالتأمين	٥٠٠	٦٤	١٩٩٥/٥/٢٥	١٠٠٠
٦	صندوق استثمار بنك مصر الثاني	١٠٠٠	٦٩	١٩٩٥/٦/١٢	٢٠٠٠
٧	صندوق استثمار البنك الأهلي الثاني	١٠٠٠	٧٠	١٩٩٥/٦/١٢	٢٠٠٠
٨	صندوق استثمار بنك القاهرة الأول	٥٠٠	٩٢	١٩٩٥/٩/١٧	١٠٠٠
٩	صندوق استثمار أورينت (٢) تراست	١٠٠٠	١٠٨	١٩٩٥/١١/١١	١٠٠٠

٢

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال، الإدارة العامة للمعلومات، بيانات غير منشورة.

(١) السد الأقصى لقيمة وثائق الاستثمار لا يتجاوز عشرة أمثال رأس المال بالنسبة لصناديق الاستثمار التي تأخذ شكل شركات مساهمة، ولا يتجاوز عشرين مثل رأس المال المخصص لمباشرة هذا النشاط بالنسبة لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين.

المادة رقم (١٤٧)، والمادة رقم (١٧٦) من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

(٢) صندوق استثمار في شكل شركة مساهمة.

كما صدر القرار الوزارى رقم ٩٣٥ سنة ١٩٩٦ من وزير الإقتصاد بتحديد رأس مال صناديق الإستثمار بما لا يقل رأسمال الصندوق عن عشرة ملايين جنيه فى صورة مبالغ نقدية مدفوعة بالكامل، وحظر طرح أسهم الصندوق أو تلقى أموال المستثمرين عن طريق الإكتتاب العام، كما أوجب على مؤسس صندوق الإستثمار أن يتضمن النظام الأساسى للصندوق كافة أوجه نشاطه وآلاً تزيد نسبة ما يستثمره الصندوق فى أوراق مالية لشركة واحدة على ٢٥% من أموال الصندوق^(١).

ومما لا شك فيه أن وجود صناديق الإستثمار كأحد المؤسسات المالية العاملة فى السوق المصرية له عدة مزايا أهمها ما يلى:

١- المساهمة فى تشجيع الأفراد على إستثمار مدخراتهم فى سوق الأوراق المالية (خاصة صفار المدخرين):

فهى تعتبر أفضل وسيلة لمساعدة صفار المستثمرين الذين يملكون كمية محدودة من الأموال على الإستثمار فى الأوراق المالية حيث تتحقق لهم مزايا هامة أهمها ما يلى:

أ - الإستفادة من الخبرات والمهارات الإدارية المحترفة والتي لديها معرفة بأحوال السوق ويمكنها تحقيق أرباح فضلاً عن تحقيق زيادة رأسمالية للأوراق المالية، ويستفيد منهما معاً صفار المستثمرين.

ب - إنخفاض مستوى المخاطرة حيث تعمل صناديق الإستثمار على توزيع مخاطر الإستثمار فى الأوراق المالية بتتبع الأوراق المالية، وحيث أن ملكية المستثمر شائعة وليست محصورة فى أوراق محددة فإن مستوى المخاطرة ينخفض.

(١) القرار ٩٣٥ لسنة ١٩٩٦، نشر بجريدة الوقائع المصرية-العدد الأول فى ١ / ١ / ١٩٩٧.

ج - تحقيق المرونة والمواءمة بين مصالح المستثمرين حيث تقوم بعض شركات الإستثمار المؤسسية لعدة صناديق إستثمار ذات أهداف مختلفة بإعطاء المستثمر الحق في تحويل إستثماراته من صندوق الى آخر في مقابل رسوم ضئيلة^(١).

٢ - صناديق الإستثمار أداة هامة لتنشيط سوق الأوراق المالية :

ذلك أنه اذا كانت هذه الصناديق جاذبة للمدخرات وفقاً للمزايا الموضحة سابقاً فإن حصيلة بيع وثائق إستثمار هذه الصناديق تعد بمثابة قوة شرائية جديدة تستخدمها صناديق الإستثمار في بناء تشكيلات من الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وهو ما ينعكس إيجابياً على نشاط السوق.

فضلاً عن ذلك فإن وثائق الإستثمار التي تصدرها صناديق الإستثمار والتي يمكن قيدها وتداولها في البورصة تُعد بمثابة ورقة مالية جديدة يمكن أن تساهم بدورها في توسيع نطاق العرض في البورصة، ومن ثم تساهم في تنشيط حركة التعامل فيها، يتضح ذلك من الجدول رقم (٧) الذي يوضح أن التعامل في وثائق صناديق الإستثمار قد حقق قيمة سوقية قدرها ثلاثة مليارات وخمسمائة وأربعة وخمسون مليون جنيه مصري عام ١٩٩٨/١٩٩٩ وقد إرتفع عدد العمليات كما زادت كمية الوثائق المتعامل عليها عام ١٩٩٩/٢٠٠٠ لتصل قيمة وثائق صناديق الإستثمار السوقية في هذا العام إلى أربعة مليارات ومائتان وخمسة وثلاثون مليون جنيهًا، كما نلاحظ من الجدول رقم (٨) أن التعامل على وثائق صناديق الإستثمار لم يبدأ إلا عام ١٩٩٨/١٩٩٩ فقط وأن عام ١٩٩٧/١٩٩٨ لم تكن فيه وثائق لصناديق الإستثمار بعد .

(١) د. منير إبراهيم هندي، صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين، الإسكندرية، دار منشأة المعارف، سنة ١٩٩٤، ص ٤١ .

٣- صناديق الإستثمار أداة هامة في تدعيم برنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية:

فهى يمكنها أن تقوم بدور المروج لأسهم شركات قطاع الأعمال العام، بما يتوافر لديها من قدرة مالية تمكنها من إستيعاب نوعيات كثيرة من أسهم الشركات المطروحة للبيع، والتي يتم إختيارها وفقاً لدراسات فنية تقوم بها الشركات المتخصصة فى إدارة هذه الصناديق.

مما تقدم تتضح أهمية صناديق الإستثمار كمؤسسات مالية مستحدثة فى زيادة تنشيط بورصة الأوراق المالية وبالتالي دعم الإقتصاد القومى.

جدول رقم (٧)
التعامل في المستندات وثائق متداقية الاستثمار بسوق الأوراق المالية

القيمة السوقية بالألف	٢٠٠٠ / ٩٩ الكمية	عدد العمليات بالوحدة	القيمة السوقية بالألف	١٩٩٩ / ٩٨ الكمية	عدد العمليات بالوحدة	خلال السنة المالية
<u>٢٥٠٣٣٥</u>	<u>٢٥٩٢١٨</u>	<u>١١٩٣</u>	<u>١٨١٢٥٨١</u>	<u>١٨٥٢٧٧</u>	<u>٢١١٠</u>	سندات بالعملة
-	-	-	<u>١٦٥٢٣٣</u>	<u>١٧٥٨٢٠</u>	<u>٢٠٧٨</u>	داخل القصور
<u>٣٢٩٧</u>	<u>٩٤٤٧</u>	<u>٣٠</u>	<u>١٧١</u>	<u>١٧٧٨</u>	<u>٤٤</u>	سندات بالعملة
<u>٣٢٩٧</u>	<u>٩٤٤٧</u>	<u>٣٠</u>	<u>١٧١</u>	<u>١٧٧٨</u>	<u>٤٤</u>	داخل القصور
-	-	-	-	-	-	خارج القصور
<u>٤٢٣٥</u>	<u>٢٤٠٩٣</u>	<u>٣٧</u>	<u>٣٥٥٤</u>	<u>٣٧٤٥</u>	<u>٢٣</u>	وثائق متداقية الاستثمار
<u>٤٢٣٥</u>	<u>٢٤٠٩٣</u>	<u>٣٧</u>	<u>٣٥٥٤</u>	<u>٣٧٤٥</u>	<u>٢٣</u>	داخل القصور

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال

جدول رقم (٨)
التعامل في المستندات ووثائق متناهيقة الاستعمال بسوق الأوراق المالية

خلال السنة المالية	عدد العمليات بالوحدة	١٩٩٨ /٩٧ الكمية	القيمة السوقية بالألف	عدد العمليات بالوحدة	١٩٩٩/٩٨ الكمية	القيمة السوقية بالألف
سندات بالجنبيه	٣٣١	٥١.٧٢٠	٧٨٨٠٠	٣١٠	١٨٥٣٢٧	١٨١٧٧٤
داخل المقصورة	٣٠٥	٥٠.٨٤٧٣	٧٨.٣٣٣	٢٠٨	١٦٩٨٣٠	١٦٥٦٦٣
خارج المقصورة	١٦	٢.٨٧٨	٧٨٧	٢	١٥٤٠٧	١٥٦١١
سندات بالبراق	١٠٢	٧٥٤٠٥	١٣٢٢	٤٤	١٧٧٨	١٧١
داخل المقصورة	٩٦	٧٤١٨٠	٩٧٨	٤٤	١٧٧٨	١٧١
خارج المقصورة	٦	٧٢٥	٣٠٤	-	-	-
وثائق متناهيقة الاستعمال	-	-	-	٣٣	٣٧٤٥	٣٥٤
داخل المقصورة	-	-	-	٣٣	٣٧٤٥	٣٥٤

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال

إتحاد العاملين المساهمين:

لم ينظم قانون شركات قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ مسألة بيع قدر من أسهم الشركات التابعة للعاملين بمناسبة برنامج التحول إلى القطاع الخاص، على أن قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أجاز للعاملين في شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم تأسيس إتحاد يسمى «إتحاد العاملين المساهمين» يكون له الشخصية المعنوية ويتملك لمصالحهم بعض أسهم الشركة، بموافقة جماعة المؤسسين للشركة أو جمعيتها العامة غير العادية، دون إخلال بحق الإتحاد في شراء الأسهم المقيدة أو المتداولة في بورصة الأوراق المالية، (المادة ٧٤ من القانون)^(١).

ونتناول فيما يلي قواعد تأسيس إتحادات العاملين المساهمين وأحكامها وفقاً لنصوص القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية.

● الشركة التي يجوز لها تكوين إتحادات عاملين مساهمين: أوضحت اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الشركات التي يكون للعاملين فيها الحق في إنشاء الإتحاد وهي:

أ - الشركات الخاضعة لأحكام قانون هيئات القطاع العام وشركاته الصادرة بالقانون رقم ٩٧ لسنة ١٩٨٣، بشرط أن تكون من الشركات التي يساهم فيها أشخاص القانون الخاص مع الأشخاص العامة في رأس مال الشركة، فيجوز في هذه الحالة تداول الأسهم المملوكة للأفراد والأشخاص الاعتبارية الخاصة وقيدها في بورصة الأوراق المالية، أما الشركات التي يمتلكها الأشخاص العامة أو شركات وبنوك القطاع العام فقد حظر القانون ٩٧ لسنة ١٩٨٣ بيع أسهمها للعاملين أو لغيرهم من أشخاص القانون الخاص.

(١) د. حسام الدين عبد الفتاح، بيع أسهم شركات قطاع الأعمال العام للعاملين في إطار البرنامج الحكومي لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص، جامعة المنوفية، كلية الحقوق، سنة ١٩٩٤، ص ١١٥.

ب - الشركات التابعة الخاضعة لأحكام القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١، وقد قرر هذا القانون جواز تداول أسهم الشركات التابعة في بورصة الأوراق المالية، وبالتالي يجوز للعاملين في هذه الشركات تكوين إتحادات عاملين مساهمين للاستفادة من المزايا التي قررها القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية، أما الشركات القابضة فأسهمها مملوكة بالكامل للدولة أو لأشخاص إعتبارية عامة وبالتالي لا يجوز للعاملين فيها تكوين إتحادات عاملين مساهمين، ولا يجوز تداولها إلا فيما بين أشخاص القانون العام.

ج - شركات المساهمة أو التوصية بالأسهم، وهي الشركات الخاضعة لقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ أو قانون حوافز وضمانات الإستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧، ويجوز لهذه الشركات تكوين إتحادات عاملين مساهمين شريطة ألا يقل رأس مال الشركة عن مليون جنيه، وألا يقل عدد العاملين الدائمين فيها عن خمسين عاملاً.

● تأسيس إتحاد العاملين: أوجبّت اللائحة أن يكون الإتحاد مسجلاً لدى الهيئة العامة لسوق المال، وأن يكون له نظام داخلي مكتوب، وقصرت الإشتراك في تأسيس الإتحاد أو الإنضمام إلى عضويته على العاملين بالشركة دون سواهم، كما أوجبّت ألا يقل عدد أعضاء الإتحاد عند تسجيله عن عشرين عضواً، وقد أوجبّت المادة ١٩٠ من اللائحة التنفيذية صدور قرار من الهيئة العامة لسوق المال بإنشاء الإتحاد، وتتولى الهيئة تسجيل نظامه في السجل المعد لذلك، وتثبت الشخصية المعنوية للإتحاد من اليوم التالي لصدور قرار إنشائه، ويقتصر حق العاملين أعضاء الإتحاد على الأرباح التي تدرها الأسهم، فالأسهم لا تمتير مملوكة لأعضاء الإتحاد بل يملكها الإتحاد بماله من شخصية إعتبارية مستقلة عن الأعضاء.

● غرض الإتحاد: أوضحت المادة ٧٤ من قانون سوق رأس المال أن الغرض الرئيسي للإتحاد هو تمليك بعض أسهم الشركة لصالح العاملين.

● **كيفية تمويل شراء أسهم العاملين:** لم يضع المشرع المصري قواعد خاصة لتمويل شراء العاملين لأسهم الشركات بمناسبة التحول إلى القطاع الخاص، غير أنه يجوز وفقاً للقواعد العامة تمويل شراء الأسهم من نصيب العاملين في الأرباح السنوية التي تحققها الشركة.

● **طرق بيع الأسهم للعاملين والمزايا المقررة لهم:** هناك عدة طرق لتمليك العاملين لأسهم الشركات التابعة أهمها :

أ - بيع الشركة القابضة لعدد من أسهمها في رأسمال الشركة التابعة لإتحاد العاملين المساهمين التي تأسست لهذا الغرض بالشركات التابعة، وإذا كان القانون لم يقرر أى مزايا لإتحادات العاملين المساهمين لتمكينها من شراء الأسهم، إلا أن الحكومة أعلنت العزم على تقديم تيسيرات لتمكينها من شراء الأسهم بسعر مخفض بالإضافة إلى تقسيط الثمن على عدة سنوات. ومن الجدير بالذكر أنه يجوز لإتحاد العاملين المساهمين شراء الأسهم من بورصة الأوراق المالية.

ب - بيع الشركة القابضة لعدد من أسهمها في رأسمال الشركات التابعة للعاملين فيها مباشرة وتختلف هذه الطريقة عن الأولى، إذ يتحول عمال الشركات التابعة الذين يقبلون على الشراء إلى مساهمين يكون لهم كافة الحقوق التي تخولها الأسهم لأصحابها، فيحق لهم حضور الجمعية العامة للشركة التابعة والإشتراك في التصويت والحصول على نسبة من الأرباح شأن باقي المساهمين، ولم يتحدث المشرع عن مزايا خاصة للعاملين لتشجيعهم على شراء الأسهم بمناسبة برنامج التحول إلى القطاع الخاص، غير أنه يمكن استخدام المبالغ المخصصة للعاملين من أرباح الشركة في تمويل شراء الأسهم للعاملين.

ج - شراء الشركة التابعة لعدد من أسهمها بقصد توزيعها على العاملين، وتحصل الشركة التابعة على الأسهم إما بطريق الشراء من الشركة القابضة بإعتبارها مالكة الأسهم، أو بطريق الشراء من بورصة الأوراق المالية على أن تنقلها للعاملين بالشركة، أو لإتحاد العاملين

المساهمين خلال سنة من تاريخ شرائها على الأكثر، وقد قررت المادة ١٥٢ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ (قانون الشركات) ميزة العاملين لتشجيعهم على شراء الأسهم، فأجازت للشركة تحصيل قيمة الأسهم من العاملين بطريق الخصم من مرتباتهم على أقساط شهرية متساوية، كما يجوز للعاملين أن يطلبوا سداد قيمة هذه الأسهم من الأرباح المقررة لهم.

د - زيادة رأسمال الشركة التابعة وتخصيص أسهم الزيادة كلها أو بعضها للعاملين.

وقد أوضحت المادة ٢٥ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٢٠٢ لسنة ١٩٩١ إختصاص الجمعية العامة غير العادية للشركة التابعة بإتخاذ قرار زيادة رأس المال المرخص به أو المصدر في حالة عدم وجود رأس مال مرخص به، ويجوز تخصيص أسهم زيادة رأس المال كلها أو بعضها إما للعاملين مباشرة، أو لإتحاد العاملين المساهمين.

ومن إستعراض أحكام تأسيس إتحاد العاملين المساهمين وأغراضه وكيفية تمويل شراء أسهم للعاملين وطرق بيع الأسهم لهم والمزايا المقررة لهم، تتضح لنا أهمية هذه المؤسسة المالية التي إستحدثها القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ليكون لها دورًا مؤثرًا في زيادة تنشيط بورصة الأوراق المالية.

ويتضح مدى تأثير إتحاد العاملين المساهمين على بورصة الأوراق المالية مما يحققه من فوائد للبورصة أهمها:

■ توسيع قاعدة الملكية وخلق طائفة جديدة من المتعاملين في البورصة هم العاملين بالشركات المعنية بهذه الإتحادات.

■ زيادة الطلب على الأسهم بما يؤدي إلى زيادة نشاط البورصة.

■ جذب فوائض أرباح العاملين لإستثمارها في البورصة بما يدعم وينمي بورصة الأوراق المالية.

٣- الأحكام الإيجابية فى القانون، ودوره فى مرونة حركة رؤوس الأموال:

● أعطى القانون إعفاءات ضريبية للأوراق المالية وعمليات بيعها وشرائها لتساوى مع المزايا المقررة للأوعية الإيداعية الأخرى كشهادات الإستثمار والودائع بالبنوك، بما يكون له أكبر الأثر فى زيادة تنشيط حركة البيع والشراء بالبورصة وتشجيع الاستثمار فى الأوراق المالية، وزيادة حركة رؤوس الأموال بما لها من تأثير إيجابى على نمو الإقتصاد القومى، وتتمثل هذه الإعفاءات فيما يلى:

أ- إعفاء الأسهم من ضريبة الدمغة النسبية عند الإصدار، ومن ضريبة الدمغة النسبية السنوية، وكذلك إعفاء الأرباح الموزعة من هذه الأسهم من الضريبة العامة على الدخل.

ب- أعفى القانون السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى المماثلة من ضريبة الدمغة النسبية عند الإصدار، ومن ضريبة الدمغة النسبية السنوية، كما أعفى عائد تلك الأوراق من الضريبة على رؤوس الأموال المنقولة وكذلك الضريبة العامة على الدخل، وقد إشتراط القانون للمتبع بالإعفاءات السابقة أن تكون الأوراق المالية سواء كانت أسهم أو سندات أو صكوك تمويل أو أية أوراق أخرى مماثلة، مقيدة فى الجداول الرسمية للبورصة.

● ساهم القانون فى تشجيع إنشاء شركات الإكتتاب العام، وذلك بأن أعطى أولوية لهذه الشركات للتقيد فى الجداول الرسمية للبورصة ومن ثم الإستفادة من الإعفاءات الضريبية السابق ذكرها.

● إستحدث القانون أداة مالية جديدة، هى الأسهم لحاملها، وذلك بهدف زيادة حواجز الإستثمار لمختلف نوعيات المستثمرين فى السوق المصرية، وهو ما يؤدى الى زيادة نشاط سوق الإصدار والتداول، ويسهل عمليات بيع وشراء الأوراق المالية.

٥- أباح القانون للشركات إصدار جميع أنواع السندات، بإطلاق لها حرية تحديد العائد دون التقيد بالحد الأقصى الوارد فى القانون المدنى وهى

٧٪، وقد قصر تحديد هذا العائد على الجمعيات العمومية للشركات لتشجيعها على إصدار السندات، وهو ما يؤدي إلى زيادة مساهمة الأفراد والشركات في البورصة، وبالتالي يؤدي إلى نشاطها، ويتضح ذلك من الجدول رقم (٩) حيث من الملاحظ أن هناك زيادة كبيرة في قيمة السندات المقيدة بالسوق عام ٢٠٠٠ تماثل خمسة أضعاف قيمة السندات المقيدة في عام ١٩٩٤م، وهذه الزيادة تحققت في السندات الحكومية وفي سندات البنوك والشركات على السواء، كما يلاحظ أن هناك طفرة كبيرة قد حدثت في قيمة السندات المقيدة في سوق الأوراق المالية ما بين أعوام ١٩٩٤، ١٩٩٥، وما بين باقي الأعوام حتى عام ٢٠٠٠^(١).

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٩٧ .

جدول رقم (٩)

المستندات المستدرة في سوق الأوراق المالية

(القيمة بالليون - مليون)

٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	
١٥٧٨١	١٥٣٢٤	١٠٠١٢١	٨٨٧١	٣٧٨٨	٣١٧	٣٨٨	المالية بالسوق
١١١٤٨	١٢١٢٨	٧٨٨٥	٧٧٧٠	٢١٧٧	٢٣٥	٢٥٦	مستندات حكومية
٧٥٢٨	١٨٩٦	١٩٩٦	١١٠٩	١١١	٢	٢	مستندات يوك
٢٠٤٥	١٣٢٠	١٧٠	١٠٠	١٠٠	٣٠	٣٠	مستندات هيكلات
٤١٠٥	٤٠٦١	٥٥٤	٩٩٦	٥٢٥	٣٣٧١	٥٩	غير المالية
٢٠٠٠	٢١١٦	١٩٤	٢٦١	٢٢٥	٣٢٠٤	٥٩	مستندات حكومية
٧٥١	١٢٠٠	١٥٠	٧٤٠	٢٠٠	-	-	مستندات يوك
٦٥٤	٦٧٥	٢١٠	٢٠	-	٧٠	-	مستندات هيكلات
٢٠١٦٦	١٩٢٤٥	١٠٠٦٧٥	٩٩٦٧	٤٢١٢	٣٦٤١	٤٤٧	الإجمالي
١٤١٢٨	١٤٢٧٤	٨١٧٩	٧٩٩٦	٣٨٠٢	٣٥٢٩	٤١٥	مستندات حكومية
٢٢٧٩	٢١١٦	٢١١٦	١٤٤١	٤١١	٢	٢	مستندات يوك
٢٧١٩	١٩٠٥	٢٨٠	١٣٠	١٠٠	١٠٠	٣٠	مستندات هيكلات

المصدر: بورصة الأوراق المالية بالناصرة-

● نظم القانون الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، واستحدثت مؤسسات مالية جديدة، مثل صناديق الإستثمار وشركات رأس المال المخاطر، وألزم القانون هذه الشركات أن تتخذ شكل الشركات المساهمة أو التوصية بالأسهم، وليس شكل مؤسسات فردية، كما سمح بإنشاء شركات الوساطة المالية التي تعمل في مجال الأوراق المالية، مما يغطي أوجه القصور السابقة التي كانت تسيطر على السوق وتمنع من اجتذاب المؤسسات المالية العالمية من العمل في السوق المصرية^(١).

● السماح للبنوك وشركات التأمين بأن تباشر بنفسها نشاطاً صناديق الإستثمار، مما يؤدي إلى زيادة ثقة الأفراد المتعاملين في البورصة وزيادة حركة ونشاط البورصة.

● استحدثت نظام التحكيم الإجباري لتسوية المنازعات الناشئة عن تطبيق أحكام القانون فيما بين المتعاملين في مجال الأوراق المالية، وذلك للإسراع في حل تلك المنازعات، وهو مطلب أساسي نادى به الفقهاء ورجال الإقتصاد والمستثمرون حتى أعاد الثقة في سرعة رد الحقوق لأصحابها عند وجود أى نزاع، وإن كان يؤخذ على نظام التحكيم الإجباري أنه مخالف للدستور لحرمان أحد طرفي النزاع من اللجوء لقاضيه الطبيعي، وكان الأجدر أن يكون التحكيم اختياريًا حتى يتم تفادي الوقوع في عدم الدستورية.

● تنظيم التظلم من القرارات الإدارية التي تصدر طبقاً لأحكام القانون أو لائحته التنفيذية أو القرارات الصادرة تنفيذاً له.

● السماح للمعاملين في شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم بتأسيس اتحاد المعاملين المساهمين لتمتلك لصالحهم بعض أسهم الشركة^(٢)، وهو ما يؤدي إلى زيادة الوعي بالإستثمار في الأوراق المالية،

(١) د. ناجي خشبة، إدارة المنشآت المالية، دار أم القرى، المنصورة، سنة ١٩٩٧، ص ٢٤٤.

(٢) وهو ما يعرف بنظام الإيسوب، (نظام تملك المعاملين للأسهم كوسيلة جديدة لتمويل الشركات).

وتوجيه المدخرات الصغيرة نحوها مما يساهم في تنشيط سوق الأوراق المالية وإيجاد طبقة جديدة من صغار المتعاملين بالبورصة.

● تقرير رقابة فعالة لهيئة سوق المال على إصدار الأوراق المالية وإمدادها بالمعلومات الدورية الدقيقة عن حركة التعامل في الأوراق المالية وعن الشركات المصدرة لهذه الأوراق بما يعطى مجالاً واسعاً للشفافية وتوافر المعلومات، بما يوفر عوامل الثقة والأمان للمتعاملين في البورصة.

٤- بعض سلبيات القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢:

على الرغم من أن القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ يعتبر من أهم القوانين المنظمة للبورصة والمؤثرة فيها بالإيجاب، والمدعمة لنشاط سوق الأوراق المالية والجاذبة للاستثمارات في البورصة، إلا أن بعض أحكامه قد تكون لها آثار سلبية على البورصة.

ونتناول هذه الأحكام فيما يلي:

أ - منح القانون سلطة وإختصاصات واسعة لرئيس هيئة سوق المال ومجلس إدارتها، حيث أعطت المادة ١٠ من القانون لمجلس إدارة الهيئة الحق في وقف قرارات الجمعية العامة للشركة ومجلس إدارتها، وذلك بناء على طلب المساهمين الذين يملكون ٥٪ على الأقل من أسهم الشركة وذلك وفقاً لأسباب جدية، وهذه المادة تخالف ما جاء بقانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ والذي قضى في المادة ٧٦ منه بأن قرارات الجمعية العامة تصدر بأغلبية عدد الأصوات، كما أن هذه المادة تمثل إجحافاً بحقوق أصحاب ٩٥٪ من الأسهم، خاصة وأن مفهوم الجدية سوف يحدده مجلس إدارة الهيئة.

كما أعطى القانون من خلال المادة ٢١ إختصاصات واسعة لرئيس هيئة سوق المال، حيث تجيز أن يقرر رئيسها وقف عروض وطلبات التداول وإلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة للقانون ووقف التعامل على الورقة المالية، كما أعطت المادة ٢٢ لرئيس الهيئة صلاحيات في أن يقرر

تعيين حدا أعلى وحداً أدنى لأسعار الأوراق المالية بأسعار إقفال اليوم السابق على القرار وذلك إذا ما طرأت ظروف خطيرة، ومن المعروف أن الهيئة العامة لسوق المال أنشئت بالقرار الجمهوري رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٨٠ لتكون هيئة إستشارية للدولة في جميع أمور سوق المال، غير أنها في القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ قد تخطت ذلك الدور الإستشاري والإشرافي لتتدخل في التنفيذ، وعمد هذا القانون إلى إلغاء قانون لائحة البورصات رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧، والذي نظم البورصات كأشخاص اعتبارية عامة تدير أموالها ولها أهلية التقاضي ليغير شكلها القانوني إلى إدارات أشبه بالإدارات الحكومية تابعة لهيئة سوق المال وهو ما يتعارض مع سياسة التحرر الاقتصادي^(١).

ب - أعطى القانون من خلال المادة ٣٠ سلطة لرئيس الهيئة في وقف نشاط الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية إذا خالفت أحكام القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ أو لائحته التنفيذية، أو قرارات مجلس إدارة الهيئة أو إذا فقدت أي شرط من شروط الترخيص، ولم تقم بعد إنذارها بإزالة المخالفة أو إستكمال شروط الترخيص خلال المدة وبالشروط التي يحددها رئيس الهيئة، ويعلن عن ذلك في صحيفتين صباحيتين يوميتين واسمعتي الإنتشار على نفقة الشركة، فإذا إنتهت المدة دون قيام الشركة بإزالة الأسباب التي تم الوقف من أجلها، تعين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بإلغاء الترخيص، وهذا الاجراء وإن كان من الناحية النظرية ضروريا لحسن إدارة سوق الأوراق المالية، إلا أنه من الناحية العملية يمثل أكبر الضرر بهذا السوق، إذ إن المتتبع للصحف اليومية يجد الإعلان بصفة مستمرة عن وقف هذه الشركة أو تلك لأسباب مخالفة القانون، مما يؤثر على ثقة الأفراد بالشركات العاملة في البورصة، مما يؤدي إلى إحجام الكثيرين عن الإستثمار في البورصة، فضلاً عما يؤديه وقف الشركة المخالفة من خسارة للمتعاملين الفعليين

(١) د. صلاح زين الدين، دراسة حول تطوير سوق الأوراق المالية في مصر، مجلة روح القوانين، العدد السادس، مطبعة جامعة طنطا، سنة ١٩٩٢ .

عن طريقها والتي تكون أسهمهم محفوظة لديها، حيث لا يستطيعون التصرف في أوراقهم بالبيع، فيضيق ذلك عليهم فرص الربح، بل وتحقيق خسارة في حالة هبوط السعر بعد ذلك، ويرى الباحث أن عقاب الشركة المخالفة بغرامة مائية كبيرة تكون رادعة وفي الوقت نفسه تكون بعيدة عن التأثير بالسلب على المستثمرين هو حل معتدل لمياسة عقاب المخالف دون التأثير على الغير.

ج- استحدث القانون في الفقرة الثانية من المادة رقم ١١ والفقرة الثانية من المادة رقم ١٤ ضريبة رأسمالية جديدة لم تكن مفروضة من قبل، مقدارها ٢٪ على الربح الرأسمالي الذي يتحقق نتيجة بيع الأوراق المالية أيًا كان نوعها المقيدة في الجدول الرسمي بالبورصة، وهو ما يعني أنه مقابل الإعفاءات التي قررها القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ للأوراق المالية المقيدة بالجدول الرسمي بالبورصة سواء من ضريبة الدمغة النسبية عند الإصدار أو من ضريبة الدمغة النسبية السنوية، فقد تم فرض هذه الضريبة على هذه الأوراق بينما أعفيت الأرباح الرأسمالية للأوراق المالية المقيدة بالجدول غير الرسمي منها، وهو ما يترتب عليه وضع غير منطقي، حيث أصبحت الأوراق المالية المقيدة بالجدول الرسمي تخضع لضريبة لا تخضع لها الأوراق المقيدة بالجدول غير الرسمي، فإذا كان المستهدف من القيد بالجدول الرسمي هو تشجيع تأسيس شركات الإكتتاب العام، وتشجيع تداول الأوراق المالية بين الأفراد لتوسيع قاعدة الملكية، فكيف يتم إعطاء ميزة الإعفاء من هذه الضريبة بالنسبة للشركات المقيدة في الجدول غير الرسمي، والتي لا يتم تداول أوراقها بين الأفراد لأنها شركات مغلقة في معظمها^(١)، كما يعد فرض هذه الضريبة حرمانًا لمالك الورقة من بعض المكاسب التي يجنيها من جراء إمتلاكها والتعامل فيها، لذا فقد تساهم هذه الضريبة في إحجام المتعاملين عن التعامل في السوق، بل لجوئهم إلى السوق المصرفية حيث

(١) د. يسرى جرجس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، مرجع سابق الذكر، ص

الإيداعات معفاة من جميع أنواع الضرائب بالإضافة إلى إنعدام المخاطرة، هذا وقد تم تلافي هذا العيب في القانون وإلغاء هذه الضريبة بموجب القانون رقم ٨٩ لسنة ١٩٩٦^(١).

د - على الرغم من أن القانون أورد تنظيمًا تفصيليًا لصناديق الإستثمار في فصل مستقل (المواد من ٣٥ إلى ٤١) وفي اللائحة التنفيذية (المواد من ١٤٠ إلى ١٨٣)، إلا أنه لم يوضح المعاملة الضريبية لهذه الصناديق، وكذلك وثائق الإستثمار التي تصدرها هذه الصناديق سواء من حيث الخضوع للضريبة أو الإعفاء منها، مما قد يترتب عليه التخوف والحذر من جانب المستثمرين وجعلهم يحجمون عن الإقدام على إستثمار أموالهم في هذه الأوعية الإستثمارية الجديدة، إلى جانب المدخريين الذين قد يحجمون أيضا عن التحول بمدخراتهم ذات المائد الثابت التي تتمتع بإعفاءات ضريبية محددة وثابتة، إلى إستثمارها في أوعية إستثمارية جديدة يكتنفها الغموض في معاملتها الضريبية، هذا وقد تم تدارك هذا الخطأ وقد تم إعفاء أرباح صناديق الإستثمار من الضريبة على أرباح شركات الأموال بموجب القانون رقم ٩٠ لسنة ١٩٩٦^(٢).

هـ - نصت المادة ٥٢ من القانون على أن يتم الفصل في المنازعات الناشئة عن تطبيق أحكام هذا القانون فيما بين المتعاملين في مجال الأوراق المالية عن طريق التحكيم دون غيره، وإذا كان المشرع في هذه المادة يريد الإسراع في الحكم في المنازعات والبعد بها عن المحاكم العادية وطول إنتظار الفصل في المنازعات، إلا أن هذا البص يؤخذ عليه مخالفته للدستور والذي نص على حق كل مواطن في اللجوء لقاضيه الطبيعي^(٣).

(١) القانون رقم ٨٩ لسنة ١٩٩٦، الجريدة الرسمية، العدد ٢٥ مكر، ١٩٩٦/٦/٣٠.

(٢) القانون رقم ٩٠ لسنة ١٩٩٦، الجريدة الرسمية العدد ٢٥ مكر، / ١٩٩٦/٦/٣٠.

(٣) وقد صدر حكم بعدم دستورية آلية التحكيم في فض منازعات الأوراق المالية عام ٢٠٠١.

(الهيئة العامة لسوق المال- التقرير السنوي، سنة ٢٠٠١، ص ٢١)

ويرى الباحث أن الحل الأمثل لتلافي هذا العيب هو أن يكون حل المنازعات عن طريق التحكيم إذا إتفق الطرفان على ذلك مسبقاً، أى جعل التحكيم إختيارياً، وليس إجبارياً كما ورد بالنص المذكور، وفي هذه الحالة يكون النص متفقاً مع الدستور، لأن الطرفان يكونان قد تنازلا عن حق اللجوء للقاضى الطبيعى فى أى منازعات بخصوص هذا الإتفاق وإستبدلاه بالتحكيم.

المبحث الثانى أهم القوانين والقرارات المؤثرة على أداء بورصة الأوراق المالية

تؤثر على أداء بورصة الأوراق المالية المصرية عدة قوانين أهمها قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ وقانون ضمانات وحوافز الاستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ والقانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ الخاص بقطاع الأعمال العام فضلاً عن قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

وقد تناولنا فى المبحث الأول القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ وسوف نتناول فى الفصل الثانى القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ ونتناول فيما يلى قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ، وقانون ضمانات وحوافز الإستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ ومدى تأثير كل منهما على أداء البورصة.

أولاً: قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ م :

وضع هذا القانون تنظيمًا متكاملًا لشركات الأموال بإعتبارها الشكل الأندر على تجميع الأموال وإستثمارها فى المجالات المختلفة، ويمكن تلخيص أهم المزايا التى تضمنها هذا القانون فيما يلى:

١ - من حيث إجراءات التأسيس : تضمن القانون إجراءات مبسطة منها:

أ - الإكتفاء بثلاثة شركاء مؤسسين فى الشركات المساهمة كحد أدنى، وشريكين فقط بالنسبة لشركات التوصية بالسهم والمسئولية المحدودة.

ب - إعفاء عقود التأسيس من رسوم الدفعة ورسم الشهر والتوقيع، كما حدد القانون رسم التصديق بألف جنيه كحد أعلى، بعد أن كان الرسم يتحدد نسبياً حسب قيمة رأس المال.

ج - الإكتفاء بالتصديق على التوقيعات على عقد الشركة ونظامها الأساسى وأية تعديلات فى هذا العقد أمام الموظف المختص بمصلحة الشركات^(١).

٢- من حيث المزايا المتعلقة بالهيكل المالى:

أ - يسر القانون إجراءات زيادة رأس مال الشركات المساهمة أو التوصية بالأسهم، حيث أباح أن تزيد رأس مالها قبل أن تستوفى كامل قيمة أسهم الإصدار الأول عند الضرورة^(٢).

ب - سمح القانون لحملة سندات الشركة بتحويل سنداتهم إلى مساهمات فى رأس مال الشركة.

ج - سمح القانون بقيام شركات متخصصة تعمل فى مجالات ترويج الإكتتاب فى الأوراق المالية وتغطيتها، حيث تكون معاوناً للشركات الوليدة فى تدبير التمويل اللازم لها، سواء عن طريق المشاركة فى رأس المال أو الإقراض من الجمهور عن طريق السندات.

٣- المزايا المتعلقة بإدارة الشركات :

أ - حدد القانون إختصاصات الجمعية العامة ومجلس الإدارة بما يمنع تضارب الإختصاص فيما بينهما .

ب - ألغى القانون كثيراً من القيود التى كانت مفروضة على أعضاء مجلس الإدارة، مثل شرط السن والحدود القصوى للمكافآت، كما ألغى

(١) د. صلاح زين الدين، المرجع سالف الذكر، ص ١٨ .

(٢) د. محمود محمد فهمى، مذكرة مختصرة بأهم مزايا القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١، المؤتمر الدولى لتنمية أسواق المال(القاهرة ١٧-١٩ مايو سنة ١٩٨٢)، ص ١٣ .

القيد الخاص بالحد الأقصى للدخول والمرتببات، سواء بالنسبة لأعضاء مجلس الإدارة أو العاملين.

ج - اخذ القانون بمبدأ مشاركة العاملين في الإدارة .

٤ - المزايا الضريبية والحوافز التي أعطاهها القانون للمستثمرين: تبني القانون سياسة ضريبية متكاملة، تهدف إلى جعل الإستثمار عن طريق الإسهام في رؤوس أموال الشركات لا يقل عائده عن الإستثمار في المجالات الأخرى مثل ودائع البنوك، وتتمثل أهم هذه المزايا فيما يلي:

أ - إعفاء أرباح الشركات المساهمة المقيدة أسهمها في بورصات الأوراق المالية في حدود الإعفاء الضريبي المقرر لودائع البنوك.

ب - إعفاء فوائد السندات التي تصدرها الشركات في حدود الإعفاء الضريبي المقرر للودائع بالبنوك.

ج - أعفى القانون ٥٠٪ من ناتج الأسهم والسندات من الضريبة العامة على الدخل بشرط أن تكون الأوراق المالية مقيدة في البورصة.

د - إعفاء الشركات المندمجة من جميع الضرائب والرسوم التي تستحق بسبب الاندماج.

هـ - أباح القانون لشركات الأموال أن تغير شكلها القانوني دون الخضوع لأية ضرائب أو رسوم تستحق بسبب تغيير الشكل القانوني للشركة.

مع توافر كل هذه المزايا فقد شجع هذا القانون الشركات على قيد أسهمها في البورصة مما أدى إلى إنتعاش البورصة وزيادة حركة التداول فيها، كما شجع الأفراد على تكوين مثل هذه الشركات بما أدى إلى زيادة عدد الشركات المساهمة والمسئولية المحدودة والتوصية بالأسهم (شركات الأموال) وهي أهم الشركات الأقدر على تجميع الأموال وإستثمارها، بما أدى إلى زيادة انتعاش البورصة، كما شجع هذا القانون

الأفراد للدخول في هذه الشركات عن طريق شراء الأسهم والسندات وذلك بإعفائهم من بعض الضرائب والرسوم، مما أدى إلى زيادة عدد المستثمرين من الأفراد بالبورصة، وبالتالي أدى إلى زيادة حجم رؤوس الأموال المستثمرة بالبورصة بما أدى إلى انتعاشها، ويتضح ذلك من الجدول رقم (١٠) الذى يوضح الزيادة المضطردة لعبد الشركات والأسهم، ورؤوس أموال شركات الإكتتاب العام والمنلق منذ عام ١٩٨٥ (أى بعد صدور قانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ ولائحته التنفيذية وإستقرار العمل بهما) وحتى عام ١٩٩١ - تاريخ صدور قانون قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ .

كما أدى تشجيع هذا القانون للشركات المتخصصة فى مجال ترويج الإكتتاب فى الأوراق المالية وتغطيتها إلى مرونة حركة رؤوس الأموال بما له من تأثير مباشر على إنتعاش البورصة، أيضا أدى إعفاء الشركات المندمجة من الرسوم والضرائب المستحقة بسبب الاندماج إلى تكوين شركات كبيرة ذات قدرة عالية على المنافسة.

(التقييم بالمليون جنيه)

جدول رقم (١٠)
الاشتراكات القائمة بسوق الأوراق المالية (بالتقاهرة)

رقم	البيان	١٩٨٥	١٩٨٦	١٩٨٧	١٩٨٨	١٩٨٩	١٩٩٠	١٩٩١
١	مجموع ما يتدفق إلى الخارج	٤٣	١١٤	١٢٠	١١٢	١٤٧	١٥٠	١٥٥
٢	معدلات الاقتراض	١٧٤,٩	١٥٨,٥	١٦٤,٣	١٧٧,٣	١٧٣,٥	١٦١	١٦٤,٣
٣	معدلات الاقتراض	٥٣٣	٣٩٤,٤	٣٩٤,٤	٤٣٣	٤٣٣	٤٤٤,٤	٤٤٤,٤
٤	معدلات الاقتراض	٧٧٧,٣	٧٧٧,٣	٧٧٧,٣	٧٧٧,٣	٧٧٧,٣	٧٧٧,٣	٧٧٧,٣
٥	معدلات الاقتراض	١٧١	٢٢٩	٢٢٩	٢٢٩	٢٢٩	٢٢٩	٢٢٩
٦	معدلات الاقتراض	٣٣,١	٤٥,٣	٤٥,٣	٤٥,٣	٤٥,٣	٤٥,٣	٤٥,٣
٧	معدلات الاقتراض	٤٧٤,٣	٧٧٧,٣	٧٧٧,٣	٧٧٧,٣	٧٧٧,٣	٧٧٧,٣	٧٧٧,٣
٨	معدلات الاقتراض	٣٧٥,٤	٤٤٤,٤	٤٤٤,٤	٤٤٤,٤	٤٤٤,٤	٤٤٤,٤	٤٤٤,٤
٩	معدلات الاقتراض	٣٧٧	٢٢٩	٢٢٩	٢٢٩	٢٢٩	٢٢٩	٢٢٩
١٠	معدلات الاقتراض	٢٠٨	٣٣١,٣	٣٣١,٣	٣٣١,٣	٣٣١,٣	٣٣١,٣	٣٣١,٣
١١	معدلات الاقتراض	١٠٠,٣	١٧٧٧,٤	١٧٧٧,٤	١٧٧٧,٤	١٧٧٧,٤	١٧٧٧,٤	١٧٧٧,٤
١٢	معدلات الاقتراض	٢٢٣,٦	٧٦٦,١	٧٦٦,١	٧٦٦,١	٧٦٦,١	٧٦٦,١	٧٦٦,١

المصنف سيوف الأوراق المالية بالانجليزية.
* بالاصحاح.

ثانياً، قانون ضمانات وحوافز الإستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧^(١)،

تتسابق دول العالم كافة - في العصر الذي نميش فيه - لجذب أعظم كم من الإستثمارات، في عالم التكتلات الكبرى التي لا تدع مجالاً للعيش لأية دولة تتخلف عن المشاركة في هذا السباق المحموم، ولن تتال دولة قدرًا من الفوز في هذا المضمار إذا شابته شرائعها شوائب طاردة لرؤوس الأموال، أو خالطها عوائق منفرة للمدخرات، لما كان ذلك وكانت مشاق هذا التنافس تتعاظم مع المتغيرات المرتقبة لإتفاقية الجات، فإن مصر بعراقة حضارتها قادرة على قبول التحدي الأكبر في ظل التحول الإقتصادي العالمي المعاصر تطلعًا لجنى ثمار هذا النضال، لما كان ذلك وكانت إتاحة أفضل ضمانات وحوافز للإستثمار هي أيسر السبل الموصلة للنفاية المرجوة، فقد جاء القانون قم ٨ لسنة ١٩٩٧، بهذه الضمانات والحوافز وجاء متميزًا يلبي حاجة المصر، وتتحصل أبرز ملامحه فيما يلي:

١- ألغى قانون الإستثمار الصادر بالقانون رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ دون المساس بالقواعد المنظمة لشئون العاملين بالهيئة العامة للإستثمار، كما حافظ على نصيب العاملين في الأرباح الصافية للشركات بما لا يقل عن نسبة ١٠٪ من تلك الأرباح والمقررة بالقانون الملقى.

٢- حافظ القانون على المزايا والإعفاءات الضريبية وغيرها من الضمانات والحوافز المقررة للشركات والمنشآت والمشروعات القائمة وقت العمل بالقانون إلى أن تنتهي المدد الخاصة بها طبقاً للتشريعات والإتفاقيات المستمدة منها.

٣- أوضح القانون بشكل قاطع الضمانات التي تقدمها مصر لأية إستثمارات تقام على أراضيها حيث إشتمل على الضمانات التي تكفل حماية المال المستثمر من أى إعتداء، سواء عن طريق تأميم الشركات والمنشآت أو الإستيلاء أو التحفظ على أموالها أو تجميدها أو مصادرتها أو فرض الحراسة عليها.

(١) منشور بالجريدة الرسمية، العدد رقم ١٩ مكرر بتاريخ ١١/٥/١٩٩٧م.

٤ - تعامل القانون مع المجالات التي سيقدر لها حوافز، فقام بتحديد الأنشطة التي ستمتع بالإعفاءات على وجه التحديد مع إمكانية إضافة مجالات أخرى مستقبلاً تتمتع بذات الإعفاءات وفقاً لما تقتضيه الظروف، بينما كانت الحوافز التي تمنح في القوانين القائمة طبقاً لطبيعة المشروع أو المنطقة التي يقام عليها .

٥ - وحد القانون الحوافز التي تسري تلقائياً على كافة الأنشطة التي تدرج تحت لواء هذا

القانون أيّاً كان مكان أو نوع هذا النشاط، واكتفى بالإخطار بإقامة المشروع حتى يتمتع فوراً بالإعفاءات والضمانات الواردة به دون حاجة إلى الحصول على أية موافقات من الجهة الإدارية المختصة، بحيث لا يخضع إعطاء تلك الحوافز للحكم الشخصي أو التقييم الفردي.

٦ - إختصر القانون مدة التعامل مع المستثمر بسد الفجوة الزمنية بين تقدم المستثمر بطلب الإستثمار في مشروع معين وبين الموافقة عليه، فالتوحيد والإختصار الإداري كانا دائماً مطلباً حتمياً لتشجيع الإستثمار.

٧ - أقر القانون مزايا ضريبية هامة فقد أعفى لأول مرة المشروعات المقامة خارج نطاق الوادي القديم من الضرائب لمدة عشرين سنة، كما أعفى من الضرائب لمدة عشر سنوات المشروعات المقامة داخل المجتمعات العمرانية والمناطق النائية والمناطق الصناعية الجديدة، وكذلك المشروعات الممولة من الصندوق الإجتماعي للتنمية وأعفى ما دون ذلك من مشروعات لمدة خمس سنوات.

٨ - أعفى القانون عوائد السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية المماثلة والتي تصدرها الشركات المساهمة والخاضعة لأحكام هذا القانون من ضريبة إيرادات رؤوس الأموال المنقولة، وبالتالي أصبحت معفاة من كافة أنواع الضرائب، تشجيعاً للتمويل المتوسط والطويل الأجل وهو ما أدى بصورة مباشرة إلى إنتعاش بورصة الأوراق المالية بزيادة إقبال المستثمرين على الإستثمار فيها .

٩ - أجاز القانون تخصيص الأراضي المملوكة للدولة أو للأشخاص الاعتبارية العامة، للشركات والمنشآت التي تقام في مناطق معينة دون مقابل.

١٠ - تضمن القانون إمكانية إعادة الإقراض للقروض الميسرة التي تحصل عليها الدولة بذات الشروط الموجودة في القروض الأصلية لمشروعات معينة.

١١ - قيد القانون رفع الدعوى الجنائية في جرائم التهريب الجمركي، والضرائب على الدخل، والتهريب من الضريبة العامة على المبيعات، والنقد الأجنبي، إذا كان مرتكب الجريمة تابعاً لإحدى الشركات أو المنشآت المؤسسة وفقاً لهذا القانون قيد رفع الدعوى الجنائية بأخذ رأى الجهة الإدارية (الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة) ويمثل هذا القيد ميزة كبرى للمستثمرين بالبعد عن الشق الجنائي طالما توافرت النوايا الحسنة بإمكانية تسوية المخالفة بالطرق الودية مع الجهة الإدارية وبالتالي وفرت الأمان للمستثمرين في إستثماراتهم وتعاملاتهم بخصوص هذه الإستثمارات.

١٢ - أجاز القانون تسوية منازعات الإستثمار المتعلقة بتنفيذ أحكام القانون بالطريقة التي يتم الإتفاق عليها مع المستثمر، كما أجاز الإتفاق على تسوية هذه المنازعات في إطار الإتفاقيات المبرمة بين جمهورية مصر العربية ودولة المستثمر، أو في إطار الإتفاقية الخاصة بتسوية المنازعات الناشئة عن الإستثمارات بين الدول وبين رعايا الدول الأخرى-التي إنضمت إليها جمهورية مصر العربية- كما يجوز الإتفاق على تسوية المنازعات المشار إليها بطريق التحكيم أمام مركز القاهرة الإقليمي للتحكيم التجاري الدولي، أو وفقاً لأحكام قانون التحكيم في المواد المدنية والتجارية، وهو ما أعطى للمستثمر الثقة في التعامل والبعد عن تعقيدات المحاكم التجارية، والسرعة في الفصل في المنازعات الخاصة بالإستثمارات الخاصة به وفقاً لما يرضيه من أحكام

ويتم الإتفاق عليها مسبقاً بين المستثمر والجهة الإدارية، وسوف نتناول في إيجاز ضمانات وحوافز الإستثمار التي وردت في القانون ٨ لسنة ١٩٩٧ .

• ضمانات الاستثمار:

نص القانون فيمواده من المادة الثامنة إلى المادة الخامسة عشرة على ضمانات واضحة ومميزة للإستثمار وفيما يلي أهم هذه الضمانات:

- ١- لا يجوز تأميم الشركات والمنشآت، أو مصادرتها أو الإستيلاء أو التحفظ على أموالها أو تجميدها.
- ٢- لا يجوز فرض الحراسة على الشركات والمنشآت أو الحجز على أموالها بالطريق الإداري.
- ٣- لا يجوز تسعير منتجات الشركات والمنشآت، أو تحديد ربحها.
- ٤- لا يجوز إلغاء أو إيقاف الترخيص بالإنتفاع بالعقارات التي رخص بالإنتفاع بها للشركة أو المنشأة، كلها أو بعضها، إلا في حالة مخالفة شروط الترخيص.
- ٥- للشركات والمنشآت الحق في تملك أراضي البناء والعقارات المبنية اللازمة لمباشرة نشاطها والتوسع فيه أيًا كانت جنسية مالكيها.
- ٦- للشركات والمنشآت أن تستورد بذاتها أو عن طريق الغير ما تحتاج إليه في إنشائها أو التوسع فيها أو تشغيلها دون حاجة لقيدتها في سجل المستوردين، كما يكون للشركات والمنشآت أن تصدر منتجاتها بالذات أو بالوساطة دون ترخيص وبغير حاجة لقيدتها في سجل المصدرين.

• حوافز الإستثمار:

تقسم الحوافز التي أعطاهها هذا القانون للمستثمرين إلى ثلاثة أنواع نوجزها فيما يلي:

١- الإعفاءات الضريبية:

أ - أعفى القانون من الضريبة على إيرادات النشاط التجارى والصناعى أو الضريبة على أرباح شركات الأموال، أرباح الشركات والمنشآت وأنصبة الشركاء فيها وذلك لمدة خمسة سنوات، ويكون الإعفاء لمدة عشرة سنوات إذا كانت هذه الشركات والمنشآت داخل المناطق الصناعية الجديدة والمناطق النائية والمشروعات الممولة من الصندوق الإجتماعى، ويكون الإعفاء لمدة عشرون عاماً إذا كانت المشروعات خارج الوادى القديم أو منقولة منه .

ب - قرر القانون أن تسرى على الشركات والمنشآت أحكام المادة ٤ من قانون تنظيم الإعفاءات الجمركية الخاصة بتحصيل ضريبة جمركية بفئة موحدة مقدارها ٥% من القيمة، وذلك على جميع ما تستورده من آلات ومعدات وأجهزة لازمة لإنشائها .

ج - أعفى القانون من الضريبة على إيرادات رؤوس الأموال المنقولة عوائد السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى التى تصدرها شركات المساهمة، بشرط أن تطرح هى إكتتاب عام وأن تكون مقيدة فى بورصة الأوراق المالية .

د - أعفى القانون من الضريبة على أرباح شركات الأموال مبلغ يعادل نسبة من رأس المال المدفوع، تحدد بسعر البنك المركزى للإقراض والخصم، وذلك بالنسبة لشركات المساهمة المقيدة أسهمها بإحدى بورصات الأوراق المالية .

هـ - أعفى القانون من الضريبة على إيرادات النشاط التجارى والصناعى أو الضريبة على أرباح شركات الأموال، ناتج تقييم الحصص العينية التى تدخل فى تأسيس شركات المساهمة أو التوصية بالأسهم أو الشركات ذات المسئولية المحدودة أو فى زيادة رأس مالها .

و - حددت اللائحة التنفيذية للقانون الشروط والقواعد والإجراءات الخاصة بالتمتع بالإعفاءات الضريبية تلقائياً دون توقف على موافقة إدارية، على أن يلغى الإعفاء في حالة مخالفة تلك الشروط والقواعد^(١).

٢- تخصيص الأراضي وإعادة الإقراض:

وهو النوع الثاني من حوافز الإستثمار، وقد أجاز القانون بقرار من مجلس الوزراء تخصيص الأراضي المملوكة للدولة أو للأشخاص الاعتبارية العامة للشركات والمنشآت التي تقام في مناطق معينة، وذلك دون مقابل، كذلك أجاز إعادة الإقراض للقروض الميسرة التي تحصل عليها الدولة بذات شروط القروض الأصلية لمشروعات معينة بقرار من مجلس الوزراء.

٣- المناطق الحرة :

وهي النوع الثالث من حوافز الإستثمار، وأهم ما ورد بشأنها في القانون أنه أجاز للجهة الإدارية المختصة (الهيئة العامة للإستثمار والمناطق الحرة) الموافقة على تحويل أحد المشروعات المقامة داخل البلاد الى منطقة حرة، خاصة في ضوء الضوابط التي حددتها اللائحة التنفيذية للقانون، وهي أن يكون المشروع قد زاول النشاط بالفعل، وألا تقل صادراته عن نصف منتجاته، وأن يستوفي الإشتراطات الخاصة بالمباني والأسوار والأمن التي تحددها لوائح ونظم إدارة المناطق الحرة، كما قرر القانون عدم خضوع البضائع التي تصدرها مشروعات المنطقة الحرة إلى خارج البلاد أو تستوردها لصالحها للضريبة العامة على المبيعات، كما أعفيت من هذه الضريبة جميع الأدوات والمهمات والآلات ووسائل النقل الضرورية اللازمة لمزاولة النشاط المرخص به للمشروعات داخل المناطق الحرة.

(١) اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧م صادرة بقرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢١٠٨ لسنة ١٩٩٧ منشور بالوقائع المصرية-العدد ١٧٦ (تابع) في ٨/٩/١٩٩٧م.

الفصل الثانى

أثرهم السياسات الاقتصادية على نشاط بورصة الأوراق المالية

مر الإقتصاد المصرى بمراحل متنوعة وإختلفت السياسات الإقتصادية التى طبقت فى كل مرحلة، وإذا كانت السياسة الإقتصادية لا شك تؤثر فى أداء بورصة الأوراق المالية سواء بالسلب أو الإيجاب، فسنحاول فى هذا الفصل سياستين متناقضتين مر بهما الإقتصاد المصرى وتميزان من أهم السياسات التى أثرت فى نشاط بورصة الأوراق المالية المصرية، وهما: سياسة التأميم وأثرها السلبى على أداء البورصة ونتناولها فى المبحث الأول، وسياسة الخصخصة ودورها فى دعم وتنشيط بورصة الأوراق المالية ونتناولها فى المبحث الثانى.

المبحث الأول

سياسة التأمين وأثرها السلبي على أداء بورصة

أولاً: قوانين وقرارات التأمين كسياسة عامة للدولة فى حقبة الستينات:

لا شك أن قوانين تحديد الملكية وتوجيه المسار نحو ملكية الدولة والإتجاه نحو ريادة القطاع العام على حساب الملكية الخاصة، وما تبع ذلك من قرارات واجراءات قد أدى إلى تقلص سوق الإصدار وتجميدها، وإنكماش سوق التداول وتراجعها.

وكان للتغيرات والتحولات الجذرية السريعة والمفاجئة التى شهدتها مصر بداية من تأمين قناة السويس سنة ١٩٥٦ والقضاء على المصالح الأجنبية، ثم صدور القوانين الإشتراكية عام ١٩٦١ بتأمين جميع البنوك وشركات التأمين وجميع شركات المرافق العامة ومعظم شركات الأفراد، وغيرها من الإجراءات والقرارات كان لها أكبر الأثر على أداء بورصة الأوراق المالية، فكانت البداية بصدور القانون ١١٦ لسنة ١٩٦١ الذى نص على تعطيل العمل ببورصتى القاهرة والإسكندرية فى الفترة من ١٩/٧/١٩٦١ م حتى ١٩/٩/١٩٦١، ومنع نقل ملكية الأسهم خلال تلك الفترة، مما أدى إلى إنتشار حالة من عدم الثقة والأمان بالسوق، وإتجاه معظم المساهمين إلى تصفية مراكزهم المالية مما أدى إلى هبوط أسعار الأوراق المالية، وإنخفاض حجم التعامل إلى أدنى مستوى له منذ نشأة السوق، حيث إنخفض من ٦٦,٩ مليون جنيه عام ١٩٥٨ إلى ٥,١ مليون جنيه عام ١٩٦٣ جدول رقم (١١) صفحة رقم ٩٢، وبذلك تقلص دور

القطاع الخاص في النشاط، الإقتصادي ولم تعد السوق الأداة النشطة لإستقطاب أو إستيعاب الإصدارات الجديدة من أسهم وسندات^(١).

تلى ذلك القانون قوانين التأميم الشهيرة أرقام ١١٧، ١١٨، ١١٩ لسنة ١٩٦١ والتي صدرت في يوليو عام ١٩٦١، وقد زادت هذه القوانين من حالة عدم الثقة والإطمئنان نحو جدوى أى إستثمار أو سلامته، وقد تمثلت هذه القوانين فيما يلي^(٢):

- القانون رقم ١١٧ لسنة ١٩٦١، وقد قرر تأميم جميع البنوك وشركات التأمين وبعض الشركات الأخرى، حيث تم تأميم ١٩ بنكاً و١٧ شركة تأمين و٤٧ شركة أخرى، وقد تحولت أسهم هذه الشركات إلى سندات إسمية على الدولة لمدة ١٥ سنة بفائدة ٤٪ سنوياً مع قابليتها للتداول في البورصة.

- القانون رقم ١١٨ لسنة ١٩٦١، قرر هذا القانون تأميم جزئى لعدد ٩١ شركة، وذلك عن طريق مساهمة إحدى المؤسسات العامة بحصة لا تقل عن ٥٠٪ من رأس المال، وقد أدخلت تعديلات على هذا القانون إنتهت بتأميم كلى للشركات بأثر رجعى إعتباراً من يوليو عام ١٩٦١ .

- القانون رقم ١١٩ لسنة ١٩٦١، قرر عدم جواز تملك أى شخص طبيعى أو معنوى (إستثناء الهيئات والمؤسسات العامة) لأسهم شركة من الشركات التى حددها القانون وعددها ١٢٩ شركة بما تزيد قيمته السوقية عن عشرة آلاف جنيه مصرى، وتؤول إلى الدولة الأسهم التى تزيد عن هذا الحد، وذلك للقضاء على سيطرة الأفراد على رؤوس أموال الشركات^(٣).

(١) د. عبد الحميد صديق، سوق المال في مصر ودورها في تنمية وتطوير الاقتصاد القومى، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة قناة السويس، كلية التجارة، سنة ١٩٩٤م، ص ٨٧ .

(٢) د. يسرى جرجس بسمل : دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية التجارة، سنة ١٩٩٧، ص ٦٨ .

(٣) د. حسنى خليل محمد، تطور سوق المال في مصر، معهد الدراسات المصرفية، (البنك المركزى المصرى، مارس، سنة ١٩٨٦، ص ٤ .

ثم توالى بعد ذلك صدور عدة قوانين أخرى خلال الستينيات، حيث صدر القانون رقم ٦٥ لسنة ١٩٦٣ الخاص بتأميم شركات الأدوية، ثم القانون رقم ٧٢ لسنة ١٩٦٣ الخاص بتأميم عدد كبير من شركات الغزل والنسيج والصناعات الكيماوية والهندسية، والقانون رقم ٧٣ لسنة ١٩٦٣ والذي قرر تأميم المناجم والمعاجر، ثم القانون رقم ٧٧ لسنة ١٩٦٣ الخاص بتأميم شركات النقل، وكان آخر هذه القرارات والقوانين، القرار الوزاري رقم ٤١ لسنة ١٩٦٩ الذي حدد الحد الأقصى للربح الذي تلتزم بصرفه شركات القطاع العام المختلط بـ ١٥٪ فقط من القيمة الاسمية للسهم (وتصل إلى ٨,٤٪ عد خصم الضرائب المقررة)، مما أدى إلى مزيد من فقدان الحافز على الإستثمار وإنخفاض عدد الشركات المساهمة وإنخفاض رؤوس أموالها.

وعلى ذلك تراجع دور القطاع الخاص في الاستثمار، وتلاشى دور التمويل من خلال سوق الأوراق المالية ليحل محله التمويل عن طريق البنوك التي ركزت نشاطها في الأوراق الحكومية والإقراض المباشر لشركات القطاع العام^(١).

وهكذا تجمد نشاط سوق الأوراق المالية نظرًا للإرتباط الوثيق بين إزدهار ونمو السوق وإتساع نشاط القطاع الخاص.

ثانياً، أشرقرارات التأميم على بورصة الأوراق المالية:

لقد كان لقرارات التأميم أكبر الأثر على سوق الأوراق المالية في مصر، فقد أدى التأميم إلى إنتقال ملكية أسهم الشركات التي تم تأميمها إلى الدولة مقابل سندات على الدولة لمدة ١٥ سنة بفائدة ٤٪ سنوياً، ولم يكن هناك إنتظام في دفع الفوائد، ورغم قابلية هذه السندات للتداول إلا أنه عملياً لا يمكن أن يكون لأحد رغبة في شرائها، كما أن النسب التي

(١) د. محمود محمد فهمي، تطور سوق الأوراق المالية في مصر، وسائل وأساليب تميمتها، معهد التخطيط القومي، ملكرة رقم ١٣٣١، أكتوبر سنة ١٩٨٧، ص ٣٥ .

حددت للأرباح الموزعة قضت على أى حوافز إيداعية أو استثمارية داخل البلاد^(١)، فضلاً عن أن التأميم أدى إلى إنكماش حاد لمجالات عمل القطاع الخاص وتقلصها وقضى على المبادرات الفردية، وأدى إلى تحول نشاط الأفراد إلى إقامة المشروعات الفردية الصغيرة والبعد عن إنشاء الشركات المساهمة وهي عصب العمل في البورصة، مما أدى إلى ضيق نشاط سوق الأوراق المالية، ولعل أوضح دليل على هذا يتضح من مقارنة حجم التعامل في البورصة قبل وبعد التأميم حيث إنخفض حجم التعامل من ٦٦,٩ مليون جنيه عام ١٩٥٨ إلى ١٣,٢ مليون جنيه عام ١٩٦٢ ثم إلى ٥,١ مليون جنيه عام ١٩٦٣^(٢)، وإنخفض عدد شركات المساهمة إلى ٣٦ شركة مساهمة قطاع خاص مقابل ٦٥٠ شركة قبل التأميم، ونتيجة لقلة حجم التعامل في الأوراق المالية تم إغلاق كثير من بيوت السمسرة، فلم يتبق غير ١٢ مكتب سمسرة دفعت لهم الدولة مرتبات شهرية وجزءاً من تكلفة المكاتب حفاظاً على الشكل العام ومكوناته حتى لا تفلق نهائياً وبصفة رسمية^(٣).

وبناءً على ما سبق يمكن إيجاز أهم الأسباب التي أدت إلى جمود نشاط سوق الأوراق المالية في مصر خلال فترة التأميم إلى ما يلي:

- ١- إيقاف التعامل في بورصة الأوراق المالية فترة ليست قصيرة بسبب طول الإجراءات التنفيذية الخاصة باستبدال الأسهم المؤممة.
- ٢- صعوبة الإقتراس بضمان الأوراق المالية المتداولة في البورصة في ذلك الوقت.

(١) ديسرى جرجيس بسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراه، غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية التجارة، سنة ١٩٩٧، ص ٦٩ وما بعدها.

(٢) جدول رقم (١١) من ٩٣ هذه الرسالة، المصدر، معهد التخطيط القومي، مذكرة رقم ١٣٣١، أكتوبر ١٩٨٢.

(٣) لويس زكى سلامة، سوق الأوراق المالية ومستقبلها في مصر، معهد الدراسات المصرفية (البنك المركزي المصري)، (١٩٩٧)، ص ١٤.

٢- وجود حالة من القلق وفقدان الثقة في سوق الأوراق المالية إثر صدور القوانين الإشتراكية.

٤- إتجاه عدد كبير من المساهمين إلى تصفية مراكزهم في البورصة بعد فتحها للتعامل، مما أدى إلى إنخفاض أسعار الأوراق المالية.

٥- دخول الحكومة سوق الأوراق المالية مشترية عن طريق البنوك، بفرض دعم السوق

وإعادة الثقة إلى المتعاملين أدى إلى إنكماش عدد العاملين في السوق من سماسرة ومندوبين ووسطاء.

٦- تقليل نشاط القطاع الخاص أدى إلى إبعاد هذا القطاع عن إنشاء المشروعات المساهمة وبالتالي عدم الدخول في سوق الأوراق المالية.

٧- عدم إمكانية التعامل في الأوراق المالية الأجنبية أو جذب الأموال العربية لشراء الأوراق المالية بسبب أنظمة الرقابة على النقد وضعف الإتصال بين الأسواق المالية والأسواق العربية والأجنبية^(١).

وعلى ذلك فإنه يمكن بعد إستعراض أثر مرحلة التأميم على البورصة كأحد أهم السياسات الإقتصادية التي إتبعتها الدولة في حقبة الستينات وكان لها أثرها السلبي على الإقتصاد القومي بصفة عامة وعلى البورصة بصفة خاصة، يمكن أن نستخلص الآتي:

١- أن تدخل الدولة في النشاط الإقتصادي يجب أن يكون وفقاً لقوانين وقرارات إقتصادية مدروسة بدقة غير خاضعة لأهواء سياسية بعثة.

٢- أن النشاط الإقتصادي للقطاع الخاص من أهم عوامل نجاح بورصات الأوراق المالية، وأن الملكية الخاصة يجب أن تصان وتكون بعيدة كل البعد عن المساس بها بأي حال من الأحوال وتحت أي ظرف من

(١) د. يسرى جرجس بيمطا، مرجع سالف الذكر، ص ٧٠ .

الظروف حتى تضمن الدولة وجود عامل الثقة لدى المستثمرين الوطنيين والأجانب، وهو أحد أهم العوامل المؤثرة في نشاط بورصة الأوراق المالية، والمصدر الأساسي لجذب رؤوس الأموال للإستثمار، فالمستثمر حريص على ألا يدخل في مشروعات مالم يضمن حمايتها ونموها وامتدادها، وإلا فإنه غير مستعد تحت أية ظروف أن يخاف بأمواله^(١).

٣ - أن دخول الدولة للتعامل في النشاط الإقتصادي بصفة عامة وفي بورصة الأوراق المالية بصفة خاصة يجب ألا يكون على حساب دور القطاع الخاص بل يجب أن يكون داعماً ومضيفاً له حتى يخلق مناخ الثقة وبالتالي الإستثمار الأمثل من خلال قوانين العرض والطلب.

(١) د. عبد الباسط وهام بورصة الأوراق المالية ونورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، كلية الحقوق فرع بنى سويف، سنة ١٩٩٦، ص ١٧٦.

جدول رقم (١١)

تطور حجم التعامل في بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية خلال الفترة
من ١٩٥٧، ١٩٧٦

السنة	حجم التعامل بالمليون جنيه	السنة	حجم التعامل بالمليون جنيه
١٩٥٧	٤٣,٩	١٩٦٧	٦,٥
١٩٥٨	٦٦,٩	١٩٦٨	٢,٨
١٩٥٩	٣٢,٧	١٩٦٩	٦,٣
١٩٦٠	٣٨,٤	١٩٧٠	٣,٨
١٩٦١	٢٣,٤	١٩٧١	٣,٦
١٩٦٢	١٣,٢	١٩٧٢	٣,٩
١٩٦٣	٥,١	١٩٧٣	٤,٣
١٩٦٤	٤,٣	١٩٧٤	٤,١
١٩٦٥	٣,٨	١٩٧٥	٧,٤
١٩٦٦	٤,٠	١٩٧٦	٧,٦

المصدر: معهد التخطيط القومي، مذكور رقم ١٣٣١، أكتوبر ١٩٨٢م.

المبحث الثانى

سياسة الخصخصة ودورها فى دعم وتنشيط بورصة الأوراق المالية

نتناول فى هذا المبحث تعريف الخصخصة ثم نحاول معرفة موقعها فى الفكر الإقتصادى المعاصر، ونتناول أهداف وسياسات برنامج الخصخصة فى مصر وعلاقتها بالإنتعاش الإقتصادى المأمول، ثم مشكلات تنفيذ برنامج الخصخصة ومقومات نجاح تنفيذه، وعموماً محاولة الإلمام بماهى الخصخصة بصفة عامة، ثم نتناول قانون شركات قطاع الأعمال العام رقم ٢٠٢ لسنة ١٩٩١ ولائحته التنفيذية ثم محاولة معرفة دور الخصخصة فى دعم وتنشيط بورصة الأوراق المالية كأحد عناصر تنشيط الإقتصاد القومى.

أولاً: ماهية الخصخصة:

١- تعريف الخصخصة:

يمكن تعريف الخصخصة بأنها تحويل إقتصاد دولة إلى إقتصاد يعتمد على القطاع الخاص بدرجة أساسية وذلك عن طريق بيع الأصول والوحدات الإنتاجية المملوكة -كلاً أو جزءاً- لقطاع الأعمال العام إلى القطاع الخاص^(١).

(١) د. حسين عمر، الجات - الخصخصة - مشكلات إقتصادية معاصرة، دار الكتاب الحديث، سنة ٢٠٠٠، ص ٨٤.

وهذا هو المفهوم الضيق لتعريف الخصخصة، ولكنها تتسع لتشمل مفاهيم أخرى من أجل تحقيق أهداف التنمية^(١)، ومن أهمها :

- التأجير طويل الأجل لبعض الأصول أو الأنشطة غير المستغلة إقتصادياً الإستغلال الأمثل بشركات قطاع الأعمال العام.

- توسيع قاعدة الملكية للشركات التابعة لقطاع الأعمال العام عن طريق شراء صغار المستثمرين والعاملين لأسهم هذه الشركات من خلال بورصة الأوراق المالية.

- تطوير قطاع الأعمال العام وإدارته من خلال آليات السوق وإطلاق المنافسة وفتح أسواق جديدة محلياً وخارجياً والإهتمام بجودة المنتجات وتطويرها.

- إلغاء قيام القطاع العام ببعض الأنشطة غير الملائمة له .

- تخفيض القيود البيروقراطية على حركة القطاع الخاص وإقتصاها على الحد الأدنى الضروري لتنظيم العلاقات وضبط المعايير وجودة الأداء^(٢).

بهذا المفهوم المتكامل يتضح أن الخصخصة هي حزمة متكاملة من السياسات التي تستهدف تحقيق الأهداف التنموية والتوزيعية بفاعلية أكبر، من خلال آليات السوق وفاعليات القطاع الخاص، وتوسيع نطاق المنافسة من أجل الكفاءة، فهي إذن رؤية متكاملة لكيفية إدارة الإقتصاد القومى بكفاءة أعلى وفاعلية أكبر.

ولقد أعدت الحكومة المصرية برنامجاً لخصخصة شركات قطاع الأعمال العام غطى جميع المفاهيم السابقة ويمتد لمدة سنوات، ولقد تضمن البرنامج توقيات ببيع الشركات التابعة المخطط بيعها، حيث بدأ بالشركات المميزة الرابعة، أما الشركات الخاسرة التي تعاني من خلل

(١) د. عبد الله سالم، الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم في البورصة، مكتبة جامعة الزقازيق، سنة ١٩٩٦، ص ٢٥ .

(٢) د. محمد سويلم، الإدارة المالية في قطاع الأعمال، مطبعة النيل، سنة ١٩٩٤، ص ٨ .

فى هياكلها التمويلية فقد خصص لها مرحلة نالية لحين إصلاح هياكلها التمويلية، ولقد قامت كثير من الشركات التابعة ويتوجيهات من الشركات القابضة فى إعداد برامج محددة لإصلاح هياكلها التمويلية تعتمد بصفة أساسية على الوسائل التالية:

- بيع الأصول الثابتة غير المستغلة إقتصاديًا.
- إعادة جدولة الديون المستحقة عليها للبنوك.
- رسم سياسات تسويقية جديدة.
- الإهتمام بجودة المنتج.
- إعداد الدراسات التكاليفية من أجل ترشيد التكلفة.
- التأجير التمويلي لأية أصول ثابتة غير مستغلة إقتصاديًا وليس من المناسب عرضها للبيع حاليًا.

٢- موقع الخصخصة فى الفكر الإقتصادى المعاصر:

ظهر إتجاه بين الفقهاء يدعو إلى تصفية ملكية الدولة للشركات العامة بإعتبارها أحد الحلول للخروج من أزمة الكساد التضخمى، فقد رأى هذا الإتجاه أن أزمة الإقتصاد لم تعد ممثلة فى نقص الطلب الكلى الفعال، كما يقول كينز^(١) بل هى أزمة نقص فى العرض، وبالتالي لإنعاش العرض يلزم إعادة النظر فى سياسة التدخل الحكومى وتحجيم نطاق القطاع العام فى الإقتصاد الوطنى، بحيث يقتصر نشاطه على القطاعات ذات الأهمية الإستراتيجية للإقتصاد القومى^(٢)، وضرورة السماح بإفراد مساحة أوسع للعواطف وحرية الحركة للقطاع الخاص، وإطلاق آليات السوق للتعامل على أساسها^(٣).

(١) د. محمود صبح، الخصخصة لمواجهة متطلبات البقاء وتعديات النمو، القاهرة، مكتبة جامعة عين شمس، سنة ١٩٩٥، ص ١٢ .

(٢) د. حسام الدين عبد الفتى، بيع أسهم شركات قطاع الأعمال العام للمواطنين فى إطار البرنامج الحكومى لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص، جامعة المنوفية، كلية الحقوق، سنة ١٩٩٤، ص ٤ .

٣- أهداف وسياسات برنامج الخصخصة في مصر وعلاقتها بالإنتعاش الإقتصادي المأمول:

تعتبر الخصخصة أحد المحاور الرئيسية في برنامج الإصلاح الإقتصادي، وقد تعددت المفاهيم التي حاولت أن تحدد معنى الخصخصة، ولكنها جميعاً تدور في إطار إنها برنامج للتغيير في هيكل ملكية الأصول الإنتاجية، وذلك من خلال ترك الدولة لوسائل الإنتاج وإتاحة ملكيتها وإدارتها للقطاع الخاص إذا كان قادراً على ذلك أو رغباً في القيام بهذا الدور، وذلك مع إستمرارية تواجد الدولة في الحياة الإقتصادية من خلال سن التشريعات وتنظيم وإدارة الهيكل العام للنشاط الإقتصادي في المجتمع، وبالتالي يشير توسيع قاعدة الملكية الخاصة إلى عدم الخروج المفاجئ والمباشر للقطاع العام من النشاط الإقتصادي وإنما يشير إلى إنخفاض نصيب الدولة نسبياً وذلك بزيادة نصيب القطاع الخاص^(١).

جدول (١٢)

الشركات التي تم خصخصتها أو تصفيتها من ١٩٩٤ إلى ٢٠٠٢/١/٣١

م	طريقة البيع	عدد الشركات	قيمة البيع مليون جنيه مصري
١	بيع أغلبية في البورصة	٢٨	٦,٣١٢
٢	بيع أقلية في البورصة	١٦	١,٧٥٥
٣	بيع كأصول	١٨	٨٤٠
٤	بيع لمستثمر رئيسي	٢٩	٦,٩٦٨
٥	بيع لإتحاد العاملين المساهمين	٢٢	٩٣٩
٦	بيع شركات تم تصفيتها أو تحت التصفية	٢٢	—
٧	شركات مؤجرة	٢٠	—
	إجمالي	١٨٥	١٦,٨١٤

المصدر: وزارة قطاع الأعمال العام.

(١) د. محمد البندادي، الإدارة العامة، النظرية والتطبيق، مكتبة دار أم القرى، المنصورة، سنة ١٩٩٧، ص ٢٨٩ وما بعدها.

ونلاحظ من إنجازات برنامج الخصخصة منذ بدايته حتى يناير ٢٠٠٢ أن معظم الشركات التي تم خصخصتها قد تم بيع أغليبتها في البورصة وعددها ٢٨ شركة بقيمة إجمالية ٦٣١٢ مليون جنيهًا مصريًا، كما تم بيع أجزاء من ١٦ شركة أخرى بالبورصة أيضًا بقيمة إجمالية ١٧٥٥ مليون جنيهًا مصريًا، أي أن برنامج الخصخصة إستطاع أن يضيف ثمانية مليارات جنيه في البورصة بما أثر بالإيجاب وأدى إلى إنتعاش البورصة وبالتالي تنمية الإقتصاد القومي ككل، فضلاً عن بيع ٧٩ شركة أخرى لمستثمرين رئيسيين ولإتحادات العاملين المساهمين، وبيع كأصول بمبلغ وقدره ٨٧٤٧ مليون جنيه مصري، مما أدى إلى إعادة توزيع الثروة لصالح الأفراد المستثمرين.

ويرى مؤيدو الخصخصة ضرورتها كأحد السياسات اللازمة لإنعاش تراكم رأس المال لدى القطاع الخاص، ذلك أن بيع شركات القطاع العام للمقطاع الخاص سيؤدي إلى إعادة توزيع الثروة لصالح الأفراد المستثمرين، الأمر الذي ينتج عنه دعم مقدرة القطاع الخاص على الإدخار والإستثمار والإنتاج، فالتغيير في هيكل ملكية الأصول الإنتاجية هو أهم أهداف برنامج الخصخصة يترتب عليه باقى سياسات برنامج الخصخصة وأهدافها وهي:

- التغير في حوافز الإدخار والإستدء . بالزيادة.
- زيادة كفاءة التشغيل، فالإعتقاد الأساسى لأصحاب هذا الفكر (الخصخصة) هو أن القطاع الخاص أفضل وأكثر من القطاع العام في عملية تخصيص وإدارة الموارد المتاحة.
- زيادة موارد الخزانة العامة وخفض حجم الدعم الذى كان يوجه إلى تلك الشركات.
- تحسين الهياكل التمويلية لهذه الشركات فى ضوء زيادة ربحيتها وانخفاض حجم ديونها، حيث سيحل التمويل بالملكية محل هذه الديون.

- خضوع إدارة التشغيل فى هذه الشركات لرقابة ومحاسبة حملة الأسهم بدلا من وقوعها تحت رحمة وتسلط البيروقراطية الحكومية.
- زيادة نطاق الملكية الخاصة (توسيع قاعدة الملكية) وفتح أوعية ومجالات جديدة لجذب المدخرات العربية والأجنبية.
- تشجيع سوق الأوراق المالية وزيادة فاعليته بما يتيح مزيداً من فرص الإدخار فى المجتمع.
- زيادة فرص عمل جديدة .

وكل ذلك سيؤدى بدوره إلى إنتعاش الإقتصاد، ومما هو جدير بالذكر أن الاستثمار الخاص وليس العام كان هو المحرك الرئيسى للنمو السريع فى اقتصاد الدول المسماة بالنمور الاسيوية^(١). ومن الجدير بالذكر أيضاً أن المملكة المتحدة هى أول من قام بتطبيق سياسة الخصخصة فى بداية الثمانينيات، حيث شمل برنامج البيع شركات مهمة فى مختلف قطاعات النشاط الإقتصادى، البترول والنقل والإتصالات والخدمات... إلخ، ثم تبعتها عدة دول أخرى من أوروبا الغربية مثل فرنسا وإيطاليا وأسبانيا وكندا... وإمتد بعد ذلك تطبيق فلسفة الخصخصة إلى العديد من الدول النامية ودول أوروبا الشرقية بعد تفكك الاتحاد السوفيتى^(٢).

٤- تقييم أصول وأسهم الشركات المقترحة للبيع،

يتم تقييم المشروعات العامة التى يراد نقل ملكيتها إلى القطاع الخاص عن طريق مكاتب وبيوت خبرة أجنبية متخصصة بالإشتراك مع مكاتب وبيوت الخبرة المصرية والبنوك، وتستعين الشركات القابضة والتابعة بالمكتب الفنى لوزير قطاع الأعمال لإنجاز هذه المرحلة، وقد

(١) د. عزت عبد الحميد البرعى، رموس الأموال الماخفة والأزمات المالية والاقتصادية، مركز المحروسة للبحوث والنشر، القاهرة سنة ٢٠٠٢، ص ٦٧ وما بعدها.

(٢) د. محمود صبح، الخصخصة لمواجهة متطلبات البقاء وتحديات النمو، مرجع سالف الذكر، ص ١٤.

أعد المكتب الفني لوزير قطاع الأعمال العام قائمة بمكاتب وبيوت الخبرة الإستشارية المتخصصة المصرية والأجنبية التي يمكن إسناد عمليات التقييم إليها .

وجرى العمل على ترشيح عدد من المكاتب وبيوت الخبرة في كل عملية من عمليات التقييم، وتوجيه خطاب دعوة من الشركة القابضة إليها للإشتراك في مناقصة، وتقديم العروض وفقاً للنموذج الذي أعده المكتب الفني، وتقدم مكاتب وبيوت الخبرة الراغبة في دخول المناقصة عروضها في مظاريف مغلقة خلال المدة المحددة، ويتم المفاضلة بين العروض لإختيار المكتب أو بيت الخبرة الذي يتولى التقييم.

ويعد مكتب الخبرة تقييماً شاملاً للأوضاع المالية والفنية والتسويقية وحالة العمالة بالشركة المطلوب طرح أصولها أو أسهمها للبيع ويراجع هذا التقييم بواسطة الشركة لإعتماده، ويجوز للشركة أن تطلب من طرف ثالث مراجعة التقييم الذي قام به بيت الخبرة وإقتراح ما يراه من تعديل عليه، كما يجوز لمجلس الإدارة الموافقة على التقييم أو تعديله، ويتضمن التقرير الذي يعده بيت الخبرة برنامجاً يحدد الوسائل المناسبة للبيع والجدول الزمني اللازم لطرح الإستثمارات في السوق^(١).

٥. أساليب وكيفية بيع أصول وأسهم المشروعات العامة :

يمكن أن يتم البيع بإستخدام عدة طرق من أهمها ما يلي :

أ - بيع الأصول أو الأسهم من خلال مزايده عامة، وتنتشر الدعوة إلى دخول المزايده عدة مرات لإتاحة فرصة الإشتراك في المزاد أمام أكبر عدد ممكن من راغبي الشراء، ويسبق الإعلان إعداد نشرة تتضمن كافة المعلومات عن الأصول أو الشركة التي تطرح أسهمها للبيع، ويجوز أن

(١) د. حسام الدين عبد الفتى ، بيع أسهم شركات قطاع العمال أمام للماملين في إطار البرنامج الحكومي لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص ، جامعة المنوفية ، كلية الحقوق ، سنة ١٩٩٤ ، ص ٧١ .

تكون المزايدة مفتوحة لكل من يرى في نفسه القدرة ويرغب في التقدم، كما يمكن أن تقتصر على قائمة محدودة ممن تقدموا وتتوافر فيهم القدرة والخبرة والجدية، وقد يترك السعر، مفتوحاً للمزايدين، أو يحدد سعر أساسى ويترك للمتقدمين المزايدة على السعر غير أن هذه الطريقة لم تتبع عملياً إلا نادراً.

ب - بيع الأصول أو الأسهم عن طريق الدعوة للتقدم بعروض للشراء، ويسبق الدعوة للتقدم بالمعرض إعداد كراسة الشروط، وتتضمن وصفاً تفصيلياً للشركة المبيعة والشروط الواجب توافرها لإعتبار العرض مقبولاً وصالحاً للدراسة، والتزامات وحقوق صاحب العرض، كما تتناول كراسة الشروط مشروع عقد البيع.

ج - طرح الأسهم للجمهور عن طريق بورصة الأوراق المالية، ويتطلب بيع الأسهم بهذه الطريقة إعداد نشرة الدعوة للشراء وتشتمل الدعوة على معلومات عن سعر السهم، ونوع الأسهم المطروحة للبيع، وأنشطة الشركة مع وصف تفصيلي لأصولها، والمشاكل التي تواجهها، ويتحدد سعر بيع السهم ومواعيد البيع على أساس الدراسة التي أعدت بشأن التقييم وكيفية البيع، وتمتد خطة بيع الأسهم بحيث يتم طرحها على أكبر عدد ممكن من المشتريين المرتقبين في أكبر عدد ممكن من المنافذ، وتعتبر مسألة زيادة قدرة البورصة على استيعاب أسهم وسندات المشروعات العامة المعروضة للبيع من المسائل الجوهرية التي ينبغي أن توضع في الحسبان عند بحث مسألة تحويل المشروعات العامة إلى خاصة، ذلك لأن حصة المشروعات العامة المراد بيعها عن طريق السوق تتميز عادة بضخامة في أحجامها، مما يستلزم أن تكون قدرات السوق واسعة حتى يمكن أن تمتصها بدون أية صعوبات، وتتمثل البداية السليمة في ذلك تهيئة البيئة الاقتصادية المواتية للملكية الخاصة، وتدعيم الثقة في مستقبل الاقتصاد الحر وسوقه العالى، وتشجيع صغار المدخرين من

أجل جذب عدد كبير من المستثمرين الجدد إلى البورصة فضلاً عن ضرورة تدعيم دور المؤسسات المالية التي تقوم بدور رئيسي في تعبئة المدخرات وتوجيهها مثل صناديق المعاشات وشركات التأمين وصناديق الاستثمار^(١).

(١) د. عبد الباسط وفا، بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال العام إلى الملكية الخاصة، رسالة دكتوراء، جامعة القاهرة، كلية الحقوق فرع بنى سويف، سنة ١٩٩٦، ص ٢٢٤ وما بعدها.

جدول رقم (١٣)

إنجازات برنامج الخصخصة منذ بداية البرنامج وحتى ٣١ يناير ٢٠٠٢

٢	اسم الشركة	قيمة البيع (مليون جنيه مصري)	النسبة المئوية %
بيع أغلبية في البورصة			
١	مدينة نصر للإسكان والتعمير	١٩٠	٧٥
٢	المالية والصناعية المصرية	٧٠	٧٥
٣	المتحدة للإسكان والتعمير	٥	٥٠
٤	أبو قير للأسمدة والصناعات الكيماوية	٢٠	٥٣
٥	المصرية للنشا والجلوكوز	٦٨	٦١
٦	كفر الزيات للمبيدات	٦٠	٩٠
٧	مصر للزيوت والصابون	٧٣	٦١
٨	النصر لتجفيف الحاصلات الزراعية	٢٤	١٠٠
٩	أنيل للكبريت والمساكن الخشبية	٣٤	٦٥
١٠	مطاحن وسط وغرب الدلتا	١٧٧	٦١
١١	التعمير والاستشارات الهندسية	١٠٤	٩٨
١٢	مطاحن مصر العليا	١٦٥	٦١
١٣	العربية للراديو والترانزستور تليمير	٥٩	١٠٠
١٤	العربية لحليج الأقطان	٨٧	١٠٠
١٥	مطاحن شرق الدلتا	١١٠	٦١
١٦	أسمنت العامرية	٧٦٨	٧١
١٧	أسمنت بورتلاند حلوان	١٢٠٢	٥٢
١٨	مصر للأسواق الحرة	١٣٣	٩٧
١٩	العربية والمتحدة للفزل والنسيج	٢٣٦	٦٧
٢٠	أنيل لحليج الأقطان	٢٩٥	١٠٠
٢١	القاهرة للإسكان	١١٨	٧٩
٢٢	النوبارية للميكنة والهندسة الزراعية	٢٧	٩٩
٢٣	الصعيد العامة للمقاولات	١٥	٨٥
٢٤	النصر للعلايش والمتسوجات. كابو	١٩٧	٦٣
٢٥	النصر للمسيوكلات	٤٨	٢٣
٢٦	الورق للشرق الأوسط. سيمو	٥٥	٨٥
٢٧	الجيزة للمقاولات	٣٣	٨٠
٢٨	الكابلات الكهربائية المصرية	٣١٢	١٠٠
٢٩	البويات والصناعات الكيماوية	٨٣٦	٦٢
٣٠	المشروعات الصناعية والهندسية	٢٩٩	٩٠
٣١	الشمس للإسكان	٣١	٥٥
٣٢	المعمودية للمقاولات	٥٤	٨٠
٣٣	الإسكندرية للفزل والنسيج	٨٢	١٠٠
٣٤	الزيوت المستخلصة	٨٥	٥١
٣٥	النصر للأعمال الخفية	١٠٥	٨١
٣٦	بسكو مصر	٨٩	٦٣
٣٧	العربية والمتحدة للشحن والتفريغ	١٧	٥١
٣٨	القاهرة للزيوت والصابون	٣٣	٦١
	(إجمالي بيع أغلبية في البورصة	١,٤١٢	

المصدر: بورصة الأوراق المالية المصرية، النشرة الشهرية، يناير ٢٠٠٢.

جدول رقم (١٤)

تابع إنجازات برنامج الخصخصة منذ بداية البرنامج وحتى ٣١ يناير ٢٠٠٢

٢	اسم الشركة	قيمة البيع (مليون جنيه مصري)	النسبة المئوية %
بيع أقلية في البورصة			
١	مصر للكيماويات	٦٥	٤١
٢	الشرقية للدخان	٥٤٩	٣٤
٣	النيل للأدوية	٥٥	٣٣
٤	مصر الجديدة للإسكان	١٣٥	٢٧
٥	مصر للألومنيوم	٢٢١	٨
٦	المقاوالت المصرية (مختار إبراهيم)	٧٦	١٣
٧	مطاحن شمال القاهرة	١٣٦	٤٢
٨	مطاحن مصر الوسطي	٣٢	٤٠
٩	مطاحن جنوب القاهرة والجيزة	٣٠	٤٠
١٠	مفيس للأدوية	٤٨	٤٠
١١	المصرية للأدوية	١٨	٤٠
١٢	القاهرة للأدوية	٦٢	٤٠
١٣	الإسكندرية للأدوية	٥٢	٤٠
١٤	العامة للمصوامع والتخزين	١٤٨	٤٠
١٥	مطاحن الإسكندرية	١٢٥	٤٠
١٦	المكتب العربي للاستشارات الهندسية	٤	٤٥
	إجمالي بيع أقلية في البورصة	١,٧٥٥	

المصدر: بورصة الأوراق المالية المصرية، النشرة الشهرية، يناير ٢٠٠٢.

جدول رقم (١٥)

تابع إنجازات برنامج الخصخصة منذ بداية البرنامج وحتى ٣١ يناير ٢٠٠٢

٢	اسم الشركة	قيمة البيع (مليون جنيه مصري)	النسبة المئوية %
بيع استثمار رئيسي			
١	النصر لتعبئة الزجاجات، كوكاكولا	٢٨٦	١٠٠
٢	المصرية لتعبئة الزجاجات، بيبسي كولا	١٢١	١٠٠
٣	المراجل البخارية	١٦	١٠٠
٤	النصر لصناعة المحولات، الماكو	١١٥	٩٠
٥	للنصر للمرافق والتركيبات	٤٠	١٠٠
٦	الأهرام للمشروعات	٢٩٨	١٠٠
٧	الدلتا الصناعية ايندال	٣١١	١٠٠
٨	مصر للمشروعات الميكانيكية والكهربائية	١٠٣	٧١
٩	قسها	١٥٤	١٠٠
١٠	أسمنت أسبوط	١٢٨٠	١٠٠
١١	الوادى لتصدير المنتجات الزراعية	١٢٢	٩٥
١٢	نوباسيد	١٠٣	١٠٠
١٣	جناكليس	٣٢	١٠٠
١٤	المنسوجات الحديثة بوليفارا	٣٢	٩٠
١٥	دلتا للطوب الرملي	٦٢	١٠٠
١٦	بني سويف للأسمنت	٥٢٧	١٠٠
١٧	الغازات الصناعية	٦٠	١٠٠
١٨	الغربية للتجارة الخارجية	١٥	١٠٠
١٩	الإسكندرية للأسمنت	٦٧٠	١٠٠
٢٠	المصرية للمعدات التليفونية	١٠٠	٩٠
٢١	الصناعات البلاستيكية والكهربائية	٩٤	١٠٠
٢٢	أسمنت طرة	١٢٣٦	٨١
٢٣	رمسيس الزراعية	١٦١	١٠٠
٢٤	مصر للمهندسة والحد (ميكار)	٢٥	١٠٠
٢٥	الإسكندرية للحلويات والشيكولاته (كورونا)	٢٨	٩٠
٢٦	أسمنت العامرية (الحصة المتبقية)	٥٢٧	٢٩
٢٧	المصرية للجبس	٨٣	٩٠
٢٨	الغربية للسجاد والمفروشات	٥٠	١٠٠
٢٩	الإسكندرية للتبريد	٣٣	٩٠
٣٠	أبو زعبل للأسفدة	١٨٢	٩٠
	إجمالي بيع استثمار رئيسي	٦,٩٦٧	

المصدر: بورصة الأوراق المالية المصرية، النشرة الشهرية، يناير ٢٠٠٢.

جدول رقم (١٦)

تابع إنجازات برنامج المخصصة منذ بداية البرنامج وحتى ٣١ يناير ٢٠٠٢

٢	اسم الشركة	قيمة البيع (مليون جنيه مصري)	النسبة المئوية %
تصفية			
١	شمال التحرير الزراعية	-	١٠٠
٢	العامة للزراعة	-	١٠٠
٣	العامة للمنتجات والخدمات الزراعية	-	١٠٠
٤	المصرية لمنتجات اللحوم والألبان	-	١٠٠
٥	العامة للمقاولات والأعمال الصحية	-	١٠٠
٦	النخضة الزراعية	-	١٠٠
٧	الدلتا الوسطى الزراعية	-	١٠٠
٨	النيل لتصدير الحاصلات الزراعية	-	١٠٠
٩	جنوب التحرير الزراعية	-	١٠٠
١٠	غرب القنيطرة الزراعية	-	١٠٠
١١	السد العالي للأعمال المدنية	-	١٠٠
١٢	مربوط الزراعية	-	١٠٠
١٣	فارسكور للخشب	-	١٠٠
١٤	العامة للثروة المعدنية	-	١٠٠
١٥	المساكن سابقة التجهيز	-	١٠٠
١٦	القاهرة للمباني العامة والمساكن الجاهزة	-	١٠٠
١٧	العامة للأساسات	-	١٠٠
١٨	التركيبات الصحية	-	١٠٠
١٩	وجه قبلي الزراعية	-	١٠٠
٢٠	القاهرة للتحرير	-	١٠٠
٢١	الطوب المرمل	-	١٠٠
٢٢	النصر لإنتاج الحرايات	-	١٠٠
٢٣	شركة الجرافيت	-	١٠٠
٢٤	قنالتكس	-	١٠٠
٢٥	المدافع النموذجية	-	١٠٠
٢٦	العامة للبطاريات	-	١٠٠
٢٧	جيمكو	-	١٠٠
٢٨	المصرية للحرايات	-	١٠٠
٢٩	العامة للأعمال الهندسية	-	١٠٠
٣٠	الم المتحدة للإنتاج الداجنى	-	١٠٠
٣١	شاهر وزمنى	-	١٠٠
٣٢	سيجال	-	١٠٠
	إجمالي تصفية	صفر	

المصدر: بورصة الأوراق المالية المصرية، النشرة الشهرية، يناير ٢٠٠٢.

ومن الملاحظ من الجداول السابقة أرقام (١٣، ١٤، ١٥، ١٦) أن نظام البيع في البورصة يتيح للشركات القابضة بيع جزء من أسهم الشركة في حين أن البيع للمستثمر الرئيسي يكون في معظمه بنسبة ١٠٠٪ أي بيع الشركة كلها، وعلى ذلك فإن نظام البيع في البورصة قد يكون هو الأفضل لبرنامج الخصخصة حيث يستطيع الإستفادة من تقييم سعر السهم الواقع بعد تداوله في البورصة وفي نفس الوقت تستطيع الشركة القابضة التحكم في النسبة التي تريد بيعها في الشركة المبيعة، إلا أن نظام البيع لمستثمر رئيسي قد يكون أوقع في بعض الأمور لجذب رؤوس الأموال العربية أو الأجنبية حيث يشترط المشتري في هذه الحالة أن يكون شراؤه لكل أو أغلبية أسهم الشركة المبيعة حتى تكون له حرية الإدارة، وفي نفس الوقت قد تضطر الشركات القابضة للبيع بأسلوب المستثمر الرئيسي في حالة ركود البورصة وإنكماش حجم التداول الذي يؤثر بدوره على الأسعار، وفي حالة البيع لمستثمر رئيسي يتم طرح أصول الشركة أو أسهمها للبيع عن طريق الدعوة العامة للتقدم بمروض للشراء في مظاريف مغلقة، ويدخل في الاعتبار عند المفاضلة بين العروض المقدمة للشراء خطة مقدم العطاء في تطوير المشروع وتميمته والحفاظ على العمالة القائمة، فضلاً عن سعر العرض، ثم تشكيل لجنة للتفاوض مع أصحاب العروض حسب أولويتها في الترتيب على كافة شروط البيع، ولا يعتبر عقد البيع نافذاً إلا بإعتماده من مجلس الإدارة أو الجمعية العامة للشركة حسب الأحوال، وفقاً لقواعد الاختصاص^(١).

(١) ويختص مجلس إدارة الشركة القابضة ببيع أسهمها في شركاتها التابعة ما لم يترتب على البيع انخفاض نسبة مساهمة الشركة القابضة سواء بغيرها أو مع غيرها من الشركات القابضة والأشخاص الاعتبارية العامة ويؤكد القطاع العام عن ٥١٪ من رأس المال، إذ يضمن إتخاذ القرار في هذه الحالة من الجمعية العامة غير العادية للشركة القابضة (مادة ٢٥ من اللائحة التنفيذية للقانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١) أما بالنسبة للأصول المملوكة للشركة التابعة فيعتقد الاختصاص في بيعها لجمعية العامة غير العادية.

د- البيع لإتحادات العاملين المساهمين:

أجاز القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ فى مادته رقم ٧٤ للعاملين بالشركات التابعة تكوين إتحاد يسمى "إتحاد العاملين المساهمين" يكون له الشخصية المعنوية، ويتملك لصالحهم بعض أسهم الشركة بموافقة جماعة المؤسسين للشركة أو جمعيتها العامة غير المادية، ودون الإخلال بحق الإتحاد فى شراء الأسهم المقيدة أو المتداولة فى بورصة الأوراق المالية^(١).

وقد تكونت إتحادات العاملين المساهمين فى بعض الشركات واستفادت من هذا النص واستطاعت أن تشتري بعض الشركات التى تم خصصتها بنسبة ١٠٠٪ ومعظم أسهم بعض الشركات الأخرى بنسب تراوحت بين ٩٠٪ و ٩٥٪، (جدول رقم ١٧).

(١) د. حسام الدين عبد الفتى الصغير، بيع أسهم شركات قطاع الأعمال، العام للعاملين فى إطار البرنامج الحكومى لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص، القاهرة، سنة ١٩٩٤، ص ١١٥ .

جدول رقم (١٧)

تابع إنجازات برنامج الخصخصة منذ بداية البرنامج وحتى ٣١ يناير ٢٠٠٢

م	اسم الشركة	قيمة البيع (مليون جنيه مصري)	النسبة المئوية %
بيع لاتحاد العاملين المساهمين			
١	المكتب الهندسي للتصميمات والرى	١	٩٩
٢	وادي كوم امبو لاستصلاح الاراضى	٧٠	١٠٠
٣	العامة لاستصلاح الاراضى	٦٠	١٠٠
٤	المقارية المصرية	٤٦	١٠٠
٥	الأشغال العامة	٢٣	١٠٠
٦	كراكات الوجه القبلى	٨	١٠٠
٧	الكراكات المصرية	١٩	٩٩
٨	العربية لاستصلاح الاراضى	٦١	١٠٠
٩	ريجنوا	٢٨	١٠٠
١٠	شركة مساهمة البحرية	٤٩	٩٨
١١	النيل للنقل البرى	٢٧	٩٥
١٢	النيل للنقل الثقيل	٢٧	٩٥
١٣	النيل للنقل البضائى	٢٤	٩٥
١٤	النيل للنقل المباشر	١٨	٩٥
١٥	النيل لأعمال النقل	١٢	٩٥
١٦	المصرية للتوريدات والأشغال البحرية	١٦	٥١
١٧	مضارب أرز كفر الشيخ	١٣	٩٠
١٨	مضارب الشرقية	٣٩	٩٠
١٩	أمون للتوكيلات الملاحية	٢٦	٨٨
٢٠	ابو سمبل وطيبة للتوكيلات الملاحية	٢٦	٨٨
٢١	ممنيس للتوكيلات الملاحية	٤٣	٨٨
٢٢	الدقهلية لمضارب الأرز	٣٧	٩٠
٢٣	الإسكندرية لمضارب الأرز	٢٧	٩٠
٢٤	دمياط لمضارب الأرز	٤٩	٩٠
٢٥	رشيد لمضارب الأرز	١٢	٩٠
٢٦	السويس للشحن والتفريغ	٢٢	٩٢
٢٧	البحيرة لمضارب الأرز	٢٢	٩٠
٢٨	المصرية للرى والصرف	٥	٩٠
٢٩	صان الحجر الزراعية	١٨	٩٥
٣٠	المصرية للأعمال البحرية - ماري قرائص	٤٣	٩٥
٣١	مضارب الغربية	٥١	٩٠
٣٢	مصر للاستيراد والتصدير	١٨	١٠٠
	إجمالي بيع لاتحاد العاملين المساهمين	٩٣٩	

المصدر: بورصة الأوراق المالية المصرية، النشرة الشهرية، يناير ٢٠٠٢.

ونلاحظ أن البيع لإتحاد العاملين له مزايا عديدة ففضلا عن توسيع قاعدة الملكية وزيادة تقريب الفوارق بين الطبقات، فهو يؤدي إلى زيادة إنتاج الشركات المبيعة، حيث يؤكد الإحساس بالمسؤولية لدى العاملين في هذه الشركات لأنهم يملكون في شركات مملوكة لهم بالفعل وسوف تتحقق الأرباح كاملة لهم - أو معظمها حسب النسبة المملوكة لهم - أيضا سوف يتحملون الخسائر في حالة تحققها، أي أن تطبيق سياسة الثواب والعقاب سوف تتحقق تلقائيا مما يزيد من إنضباط ونشاط العاملين، وبالتالي يؤدي بالضرورة إلى زيادة الإنتاج بما فيه من فائدة للعاملين والدولة على حد سواء.

٦- مشكلات تنفيذ برنامج الخصخصة:

ثمة ثلاثة مشكلات رئيسية تواجه تنفيذ برنامج الخصخصة، وهي مشكلة ديون شركات قطاع الأعمال العام ومشكلة العمالة الفائضة ومشكلة احتمال تعرض الإقتصاد للاحتكار أو للسيطرة الأجنبية، وسنتناول بإيجاز هذه المشكلات:

أ - مشكلة ديون شركات قطاع الأعمال العام : تعتبر ديون شركات قطاع الأعمال العام هي حجر عثرة أمام الإسراع في تنفيذ برنامج الخصخصة، على الأقل بالنسبة للمشروعات المتفق على قيام القطاع الخاص بتملكها وإدارتها.

فديون قطاع الأعمال العام في الأوساط الرسمية تقدر بحوالى مبلغ ٦٦ مليار جنيه منها ٣٧ مليار جنيه للبنوك على هذه الشركات^(١)، وقد يتصور البعض أن حل مشكلة هذه الديون تتمثل في إصدار سندات بقيمة مديونيات شركات قطاع الأعمال العام، ولكن مثل هذا الإجراء في رأى بعض خبراء الإقتصاد^(٢)، لن يعمل على تحسين تلك الشركات في المدى

(١) د. حسين عمر الجات والخصخصة مرجع سالف الذكر، ص ٩٦، ٩٧ .

(٢) د. حسن عباس زكى، الإدارة ومفهوم القطاع الخاص مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية، جريدة الأهرام، ١٣/٧/١٩٩٦:

القريب، ذلك أن الدين سوف يظل قائماً ولكن بمسمى مختلف، وهو سندات بدلاً من قروض ممنوحة من الجهاز المصرفي، بمعنى أن عملية إصدار السندات كحل للمشكلة لا تعدو أن تكون سداً لمستحقات البنوك على هذه الشركات منذ فترات طويلة، ومن ذلك يظهر أن حل مشكلة مديونيات هذه الشركات يتمثل في تخصيص حصة من حصيلة البيع - تنفيذاً لبرنامج الخصخصة - لعدد مديونيات شركات قطاع الأعمال العام وهو الحل الذي إتبعته الحكومة كعلاج لهذه المشكلة، وإن كان هذا الحل يؤدي إلى التأخر في تنفيذ برنامج الخصخصة.

ب - مشكلة العمالة الفائضة: إذا كانت الخصخصة تعني إعطاء القطاع الخاص الريادة في الإقتصاد القومي عن طريق إزالة معوقات الإستثمار وتحويل الأصول القائمة إلى القطاع الخاص لأنه أقدر على تنمية هذه الأصول، فمعنى ذلك أنه إذا تراءى للمستثمر الجديد في الصناعة المباعرة الإستغناء عن بعض العمالة، فإن أحد معطيات برنامج الخصخصة هو مسئولية الحكومة عن العمالة الفائضة سواء لدى المالك الجديد أو لدى الحكومة قبل إعادة الهيكلة للشركات المتمثلة، وتقدر العمالة الفائضة بجميع شركات قطاع الأعمال العام حوالى ١٠٪ إلى ١٥٪ من إجمالي العمالة القائمة^(١)، من هنا فإن المشكلة في حد ذاتها وإن كانت ليست مستعصية على الحل، حيث أن الحكومة قد تعهدت ألا تؤدي الخصخصة إلى مزيد من البطالة أو هبوط المستوى المعيشي للأيدى العاملة، وأن العمالة الباطلة سوف تموض، وقد خصص جزء من حصيلة البيع للتغلب على أية آثار سلبية على قوة العمل، إلا أن مشكلة العمالة الفائضة تظل إحدى أهم المشكلات الناتجة عن الخصخصة حيث يحصل العامل على التمويض ولا يستطيع إستثماره لعدم درايته بذلك، فيقوم بإنفاقه والرجوع إلى البحث عن عمل مما يزيد من البطالة مرة أخرى.

(١) د. حسين عمر، الجهات والخصخصة مرجع سائف الذكر، ص ٩٧.

ج - مشكلة إحتمال تعرض الإقتصاد للإحتكار أو سيطرة الأجانب :
وهى تعتبر من أهم المحاذير الواجب الحيطة لها، حيث أنها من القضايا
الجهورية التى تمس المصالح العليا للمجتمع، ذلك أن برنامج الحكومة
المصرية لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص، لا يتضمن فلسفة واضحة
بشأن توزيع رأس مال المشروعات العامة على طوائف المستثمرين
المختلفة بمناسبة التحول إلى القطاع الخاص، وبالتالي فليس هناك
سياسة واضحة لتحديد الضوابط الكفيلة بمنع سيطرة الأجانب على
الإقتصاد ومنع الاحتكار^(١).

ومما لا شك فيه أن نجاح برنامج التحول إلى القطاع الخاص لن
يتحقق إلا بوجود إطار تشريعى للبرنامج، يعالج مشكلاته ويتبنى فلسفة
هادفة تدرك سيطرة الأجانب على الإقتصاد، وتمنع الإحتكار، وتحت صغار
المستثمرين والعاملين على المساهمة بشكل فعال فى رؤوس أموال
المشروعات المراد تحويلها إلى القطاع الخاص.

٧- مقومات نجاح تنفيذ برنامج الخصخصة،

هناك عوامل عديدة يجدر مراعاتها لتحقيق الإستفادة القصوى من
عمليات الخصخصة ويمكن تلخيص هذه العوامل فيما يلى:

- العمل على نشر ثقافة القطاع الخاص-القائمة على تحمل المخاطر
والمرونة فى التصرفات - وإعتبار معدل العائد على الإستثمار مؤشر
النجاح الإدارى فيها، بدلاً من ثقافة القطاع العام المرتكزة على حماية
الدولة للشركات فى مواجهة المخاطر.

- التسويق الفعال للشركة المراد خصخصتها، وبهذا ترتفع قيمة الأصول
المعروضة للبيع مما يزيد من الإيرادات المتحصل عليها، إلى أقصى

(١) د. حمام الدين عبد الفتاح، أسهم شركات قطاع الأعمال العام للماملين فى إطار البرنامج
الحكومى لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص، جامعة المنوفية كلية الحقوق سنة ١٩٩٤، ص ٧٦ .

مبلغ ممكن، وهذه الحصيلة يمكن إستخدامها فى التخفيف من الآثار السلبية لعملية الخصخصة^(١).

- ينبغى أن يحصل المشترون على حوافز أو مزايا تدفعهم لشراء الأسهم المزمع طرحها للبيع، سواء كانت تلك الحوافز متمثلة فى بيع الأسهم بأسعار منخفضة إلى حد ما تضمن لهم أرباحاً مجزية، أو فى شكل توزيعات أعلى من سعر الفائدة على الودائع بالبنوك، حتى يكون هناك عناصر جذب للإستثمارات، خاصة بالنسبة لحديثى العهد بالبورصة.

- يجب دراسة أوضاع العمالة، وتمويض المستغنى عنها بشكل مناسب، فضلاً عن تدريبهم لإقامة مشروعات صغيرة.

- ضرورة المزوف عن طرح شرائح الشركات المزمع بيعها فى السوق مرة واحدة، بل ينبغى التدرج بما تسمح بها الطاقة الإستيعابية للسوق، تفادياً لحدوث هبوط فى الأسعار من جراء تحميل السوق بأكثر من طاقته.

- ضرورة الإعلان عن ميزانيات الشركات المزمع طرحها للبيع بالكامل، وكذلك عن مؤشراتها المالية، وذلك تطبيقاً لمناصر الإفصاح والشفافية.

ومما لا شك فيه أن إستراتيجية الخصخصة من المنظور العملى ستأثر كثيراً بحجم القطاع العام، والضعف الخاص بالإسراع بهذه العملية، والرغبة فى تقليص حجم القطاع العام وإقامة قطاع خاص بسرعة، مع إقامة هيكل إقتصادى يركز على آليات السوق.

ثانياً، القانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ ولائحته التنفيذية:

صدر القانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ بشأن شركات قطاع الأعمال العام فى ١٩/٦/١٩٩١ وصدرت اللائحة التنفيذية له فى ٣١/١٠/١٩٩١

(١) د. محمود صبح : الخصخصة لمواجهة متطلبات البقاء وتحديات النمو، مرجع سبق ذكره، ص ١٦ .

وبموجب هذا القانون تحل الشركات قابضة محل هيئات القطاع العام الخاضعة للقانون ٩٧ لسنة ١٩٨٣، كما تحل الشركات التابعة محل الشركات التي تشرف عليها هذه الهيئات، وذلك اعتباراً من تاريخ العمل بهذا القانون^(١)، وفيما يلي عرض للمحاور الأساسية التي قام عليها القانون:-

- تحرير القطاع العام: يهدف القانون بالدرجة الأولى إلى تحرير القطاع العام (سابقاً) من القيود واللوائح الحكومية بحيث تحرر إدارة كل شركة، ويكون لها حرية التصرف شأنها في ذلك شأن الإدارات في القطاع الخاص، وقد لجأ القانون لتحقيق ذلك بإدخال عناصر جديدة من القطاع الخاص والخبراء في تشكيل مجالس الإدارة.

- السير في سياسة الخصخصة: الهدف الثاني للقانون هو السير في سياسة الخصخصة التي أعلنت عنها الحكومة منذ سنوات كخطوة على طريق زيادة الإنتاج، وعدم إعتداد شركات قطاع الأعمال على ميزانية الدولة لدعمها وتحمل خسائرها، وبذلك يزال عبء كبير عن عاتق ميزانية الدولة، وذلك أملاً في تخفيض عجز الميزانية.

- إيجاد شخصية منوية لكل شركة قابضة أو تابعة وذلك بإعداد نظام أساسي لكل شركة، وتسجيل كل شركة تابعة في السجل التجاري، بإعتبار أن الشركة القابضة هي المالك الوحيد لأسهم الشركة التابعة، ثم أعطى القانون الشركة القابضة الحرية في:

أ - تأسيس شركات مساهمة بمفردها أو بالإشتراك مع الأشخاص الاعتبارية العامة أو الخاصة أو الأفراد.

(١) نشر القانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ بإصدار قانون شركات قطاع الأعمال العام بالجريدة الرسمية بمسدها رقم ٢٤) مكرر في ١٩/٧/١٩٩١، وصدر قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٩٠ لسنة ١٩٩١ بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ ونشر بالجريدة الرسمية، عدد رقم ٤ تابع في ٢١/١٠/١٩٩١.

ب - شراء أسهم شركات المساهمة أو بيعها أو المساهمة في رأس مالها.

ج - تكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية للشركة بما تتضمنه من أسهم وصكوك تمويل وسندات وأدوات أو أصول مالية أخرى.

د - إجراء جميع التصرفات التي من شأنها أن تساعد في تحقيق كل أو بعض أغراضها^(١).

وقد نصت المادة ٢٠ من القانون بأن أسهم الشركات التابعة قابلة للتداول طبقاً للأحكام المبينة في اللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية وقانون الشركات المساهمة، كما يجوز تداول حصص التأسيس والأسهم التي تعطى مقابل حصة عينية والأسهم التي يكتتب فيها مؤسسو الشركة من تاريخ قيدها في السجل التجاري، وعلى ذلك فإن الشركات القابضة بما لها من سلطة في إدارة محفظة الأوراق المالية للشركة بيعاً وشراءً لها حق شراء وبيع أسهم الشركات المساهمة في رأس مالها، وبذلك يكون لها دور هام في تنفيذ سياسة الخصخصة بتوسيع قاعدة الملكية الخاصة بإسم الشركات التابعة، وبدلاً من أن تكون الشركة القابضة هي المالك الوحيد لأسهم الشركات التابعة فإنها يمكنها بيع جزء أو كل أسهم الشركات التابعة (الشركة التابعة هي الشركة التي تملك الشركة القابضة نسبة ٥١٪ من رأس مالها)، فإذا قامت الشركات القابضة ببيع بعض الأسهم التي تملكها في الشركات التابعة، سواء لتحسين الهياكل التمويلية، وزيادة السيولة، والتخلص من القروض وأعباء الفوائد الخاصة بها أو للتخلص من الإستثمارات الخاسرة أو للحصول على معلومات التكنولوجيا الحديثة بإدخال شركاء متخصصين في صناعة ما، وأياً كان سبب البيع، فإن ذلك سوف يؤدي إلى تشييط البورصة بشكل

(١) د. السعيد فراج توبو. ناجى خشبة إدارة المنشآت المالية دار أم القرى المنصورة سنة ١٩٩٧.
ص ٢٢٨.

ملحوظ، كما سيؤدى إلى زيادة الإنتاج والربحية فى الشركات وتخفيض المعز بالميزانية.

أحكام عامة فى القانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ بشأن شركات قطاع الأعمال العام ولائحته التنفيذية:

١ - حظر القانون حرمان الشركات الخاضعة لأحكامه من أية مزايا أو تحميلها بأية أعباء تخل بالمساواة بينها وبين شركات المساهمة الخاضعة لأحكام القانون ١٥٩ لسنة ١٩٨١ (قانون الشركات) بما يعطى هذه الشركات الفرصة الكاملة للمنافسة مع الشركات الأخرى المؤسسة وفقاً لقانون الشركات.

٢ - أوجب القانون أن يقسم رأس مال الشركة التابعة للشركة القابضة الى أسهم إسمية متساوية القيمة، على أن يحدد النظام الأساسى القيمة الإسمية بحيث لا تقل عن خمسة جنيهات ولا تزيد عن مائة جنيه، وعلى أن يكون السهم غير قابل للتجزئة ولا يجوز إصداره بأقل من قيمته الإسمية، بما يتيح لأسهم الشركات فرصة التداول فى البورصة بقيمة معقولة للسهم تساعد على مرونة التداول فى البورصة.

٣ - أجاز القانون الإتفاق على التحكيم فى المنازعات التى تقع فيما بين الشركات الخاضعة لأحكام هذا القانون، أو بينها وبين الأشخاص الاعتبارية العامة أو الأشخاص الاعتبارية من القطاع الخاص أو الأفراد مصريين كانوا أو أجانب، وتطبق فى هذا الشأن أحكام قانون المرافعات المدنية والتجارية، وهو ما يتيح فرصة كبيرة فى إنهاء النزاعات بشكل سريع بعيداً عن طول فترة التقاضى فى المحاكم العادية، بما يعكس رغبة المشرع فى زيادة مرونة عمل هذه الشركات، وحل جميع المنازعات المتعلقة بها أو بينها وبين الآخرين بأيسر السبل، بما يؤدى إلى إرتفاع ثقة المتعاملين مع هذه الشركات ويسهل تنفيذها لأهدافها فى الوقت نفسه، وقد ألغى القانون التحكيم

الإجبارى مما يعطى للشركات والأفراد الحق فى اللجوء إلى قاضيهـم الطبيعى إذا لم يتفق الطرفان المتنازعان على التحكيم بإختيارهما .

٤- إشتراط القانون عند وضع اللوائح المنظمة لشئون العاملين فى هذه الشركات ما يأتى:

أ - أن يكون لكل شركة هيكـل تنظيمى وجدول للوظائف بما يتفق مع طبيعة أنشطة الشركة وأهدافها .

ب - إلتزام نظام الأجور بالحد الأدنى المقرر قانوناً .

ج - ربط الأجر ونظام الحوافز والبدلات والمكافآت وسائر المزايا المالية للعاملين فى ضوء ما تحققه الشركة من إنتاج أو رقم أعمال وما تحققه من أرباح .

وبذلك حافظ القانون للعاملين فى هذه الشركات على الحد الأدنى من حقوقهم لا ينقصون عنها، وفى نفس الوقت ربط الحوافز بالعمل والإنتاج وهو ما نادى به الفقهاء منذ عدة عقود، حيث كان القطاع العام يعطى للعاملين به الحوافز والأرباح دون النظر لنتائج أعمال الشركات، هل حققت مكاسب أم خسائر، وهو ما كان يؤدى إلى خمول العاملين فى هذه الشركات وعدم وجود حافز لديهم لزيادة الإنتاج، وعدم التفرقة بين من يعمل ومن لا يعمل منهم، وهو بربطه الحوافز بالإنتاج يحقق هدف من أهداف القانون وهو زيادة الإنتاج بما يؤدى إلى زيادة دخول العمل فى إطار الخطة القومية للتنمية الإقتصادية للدولة وبالتالي توفير الرفاهية لأفراد العاملين فى مشروعاته الإقتصادية .

مما تقدم يتضح أن أحكام القانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ جاءت متمشية تماماً مع سياسة الدولة فى هذه المرحلة من الإلتجاه للإقتصاد الحر وتطبيق مبدأ الخصخصة وتحرير شركات القطاع العام وفصل الإدارة عن

الملكية بما يحقق المرونة في اتخاذ القرار وبما يساعد على تحقيق الأرباح لهذه الشركات وتنمية الاقتصاد القومي.

ونلاحظ من الجدول رقم (١٨) أن عدد الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية ارتفع من ٣١٩ شركة في نهاية ١٩٨٥ ليصل إلى ٦٨٠ شركة في نهاية ١٩٩٦ بزيادة قدرها ٣٦١ شركة بنسبة زيادة ١١٣٪ وذلك يرجع إلى اهتمام الدولة بسوق الأوراق المالية وتغيير توجهات الحكومة إلى سياسة الاقتصاد الحر.

جدول (١٨)

تطور عدد الشركات المساهمة المسجلة في البورصة (القاهرة والاسكندرية) وكذلك رؤوس أموالها خلال الفترة (١٩٨٥-١٩٩٦)

السنوات	عدد الشركات المقيدة			رؤوس الأموال (مليون)			نسبة رؤوس الأموال للناتج المحلي الإجمالي
	اكتتاب	اكتتاب م	إجمالي	بالجنيه	دولار	الإجمالي (مليون)	
١٩٨٥	١٠٩	٢١٠	٣١٩	١٢٤٤	٦٨٨	٢٦٨٢٩,٢	٧,٢٠
١٩٨٦	١٢٥	٢٦٢	٣٨٧	١٥٢٤	٧٤٣,٥	٢٧٩٥٧	٨,١٠
١٩٨٧	١٣٠	٣٠٠	٤٣٠	١٨٦٩	٩٢٧	٤٣٢٤٩	٦,٥٠
١٩٨٨	١٤٧	٣٣٧	٤٨٤	٢١٠٢	٩٢٤	٤٥٦٠٣	٦,٧
١٩٨٩	١٤٩	٣٦١	٥١٠	٢٣١٧	٩٣٤,٤	٤٩٣٠٠	٦,٦
١٩٩٠	١٥٥	٤١٨	٥٧٣	٢٦٦٥	٩٠١,٩	٥٢١٢٢	٦,٨
١٩٩١	١٦٠	٤٦٧	٦٢٧	٣١٧٢	٩٥٩,٩	٥٤٩٠٦	٥,٧
١٩٩٢	١٦٢	٤٩٤	٦٥٦	٣٤٨٢	١٣٨٥	١٣٩١٠٠	٣,٥
١٩٩٣	١٥٧	٥١٧	٦٧٤	٣١٣٩	١٤١٧	١٤١٥٠٠	٣,٢
١٩٩٤	١٥٥	٥٤٥	٧٠٠	٤٥٩٧	١٠١٧,١	١٣٩٦٢٢	٤,٠٢
١٩٩٥	١٥٦	٥٦٢	٧١٨	٦٠٤٧	١٠١٠	١٤٦١٤٩	٤,٨٣
١٩٩٦	١٢٠	٥٦٠	٦٨٠	٩٣٤٢	٩٤٦	١٥٣٣٦٩	٦,٧١

المصدر: البنك المركزي المصري.

ثالثاً، دور الخصخصة في دعم وتنشيط بورصة الأوراق المالية:

لقد كان لدى مصر بورصة للأوراق المالية وكان العمل بها متطوراً إلى درجة كبيرة، وذلك في فترة الخمسينات، ثم خضعت لحالة من الإنكماش في حجم تعاملاتها وتدهور في أسعار الأوراق المالية كرد فعل لقوانين وإجراءات التحول الاشتراكي، وقد استمرت حالة التدهور حتى الثمانينات، حيث بدأت الدولة في وضع مجموعة من البرامج والإجراءات والتشريعات التي تهدف إلى تنشيط هذا السوق وتنظيمه، مثل إنشاء الهيئة العامة لسوق المال من أجل تنظيم وتنمية سوق المال ومراقبة وتهيئة عملية إعادة بناء سوق الأوراق المالية، وإصدار مجموعة من القرارات والقوانين بغرض إعطاء إعفاءات ضريبية لتحفيز الإستثمار في الأوراق المالية وبغرض تشجيع الشركات على تسجيل أوراقها المالية بالبورصة وتيسير التعامل فيها، وكان من بين أهم القوانين التي صدرت بهذا الشأن هو القانون ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ ولائحته التنفيذية والخاص بإصدار قانون شركات قطاع الأعمال العام، حيث نصت المادة ١٧ من اللائحة التنفيذية له على «أن يختص مجلس إدارة الشركة القابضة بتكوين وإدارة محفظة الأوراق المالية للشركة، كما تنص المادة ٢٥ من نفس اللائحة على أن تختص الجمعية العامة غير العادية ببيع كل أو بعض أسهم الشركة التابعة»، ويعد الهدف الأساسي لهذا القانون هو خصخصة الملكية والحد من احتكار القطاع العام لمعظم جوانب النشاط الإقتصادي، وفصل الإدارة عن الملكية وخصخصة الإدارة، وإعادة تأهيل شركات قطاع الأعمال العام لتشجيع القطاع الخاص على الدخول فيها مساهماً أو مستثمراً، ومما هو جدير بالذكر أن عدد الشركات التابعة لقطاع الأعمال العام بلغ ٣٩٩ شركة في ١٩٩١/٦/٣٠ رأسمالها ٩,٢ مليار جنيه واحتياطياتها ٧,٥ مليار جنيه، كما بلغ إجمالي أصولها ١٤,٨ مليار جنيه^(١).

(١) د. صلاح زين الدين ، سوق الأوراق المالية المعصرية ودورها التنموي المنشود ، المؤتمر العلمي السنوي الثامن عشر للإقتصاديين المصريين ، القاهرة ٢-٧ أبريل سنة ١٩٩٤ ، ص ٢٠ .

ومما لا شك فيه أن هذه الإجراءات والتشريعات أحدثت بعض التطور المطلوب في بورصة الأوراق المالية، فقد حدث تطور في عدد الشركات وعدد الأسهم ورؤوس أموال الشركات المقيدة بالسوق وحجم وقيمة التعامل^(١).

وقد إنعكست آثار السياسات الجديدة على تنشيط سوق الأوراق المالية، حيث إرتفع عدد الشركات المساهمة والمسجلة في البورصة إلى ٧١٨ شركة في يوليو عام ١٩٩٥ مقابل ٥٧٣ شركة عام ١٩٩٠ بزيادة قدرها ١٤٩ شركة، بمعدل ٣٠ شركة سنوياً في المتوسط، كما إرتفع حجم التعامل في السوق المصري إلى ٤, ٣٨٤٩ مليون جنيه في يوليو عام ١٩٩٥ مقابل ٥, ٣٤١ مليون جنيه عام ١٩٩٠^(٢).

وكان للخصخصة أكبر الأثر في دعم وتنشيط بورصة الأوراق المالية لما نسوق الإصدار والتداول من تأثير متبادل على بعضهما البعض، حيث أن الإقبال على تأسيس الشركات المساهمة والإكتتاب فيها، والإكتتاب في أسهم شركات قطاع الأعمال المباعة وفقاً لبرامج الخصخصة يزيد من الأوراق المالية المعروضة في سوق التداول، فتتشط السوق وتزداد الحركة فيه وتحقق أهدافها بإعطاء السيولة للأوراق، وتقييمها طبقاً لظروف العرض والطلب، كما أن لزيادة كفاءة سوق الإصدار يجب أن يكون هناك سوق تداول نشطة وإدارة على درجة عالية من الكفاءة، ولذلك فإن السوق الثانوى إذا إتسم بالسهولة في التعامل والإقتصاد في النفقات وسرعة وسهولة تحويل الورقة المالية الى سيولة نقدية، أدى ذلك إلى إرتفاع كفاءة سوق الإصدار وحشد وتعبئة المدخرات القومية، وتدفعها نحو الإصدارات، ومن ثم زيادة الإستثمار القومي وزيادة معدلات النمو ودفع عجلة التنمية الإقتصادية للأمام.

(١) د. عبد الله سالم ، الخطة وتقييم الأصول والأسهم في البورصة ، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسى والتشريع، سنة ١٩٩٦، ص ١٥٩.

(٢) محمد سامح عبد الهادي، دور سوق الأوراق المالية المصرية في تمويل الإستثمارات ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة المنوفية ، كلية التجارة ، سنة ١٩٩٥، ص ١٨١ .

ومن ثم فإن كلا من سوق الإصدار الذى تلعب فيه الخصخصة أكبر دور فى عرض الشركات والأسهم للإكتتاب، وسوق التداول (البورصة) يؤثر فى الآخر ويتأثر به، فإذا كانت البورصة نشطة وتداول فيها الأوراق المالية بكفاءة وكفاية، شجع ذلك المستثمرين على دخول سوق الإصدار لنقتهم فى إمكانية تحقيق السيولة لما يكتبون فيه عند الحاجة من خلال سوق تداول كفاء، وكلما إكتتب المستثمرون فى أسهم الشركات المعروضة كلما نشطت السوق وازدادت الحركة فيه^(١).

ومن ناحية أخرى، فالملاقة بين الخصخصة وأسواق رأس المال هى علاقة مزدوجة، فكما تؤدي الخصخصة لإزدهار وتنشيط سوق رأس المال، فإن سوق رأس المال هو أحد المتطلبات الأساسية لتنفيذ الخصخصة والإستمرار فيها، حيث تسهم سوق رأس المال فى توفير النقود للمنشآت التى تخضع للخصخصة من ناحية ومن ناحية أخرى تساعد سوق رأس المال فى عملية تقييم المنشأة من خلال تحديد قيمة الأسهم المطروحة وفقاً للمرض والطلب فى البورصة.

ولا شك أن تطوير سوق رأس المال له ميزة كبرى للإقتصاد النامى، حيث يلعب دوراً هاماً فى التوازن الإقتصادى وفى تشجيع وتسهيل تدفقات رأس المال الأجنبى للداخل فضلاً عن حشد رأس المال المحلى مما يدفع التنمية الإقتصادية للإزدهار، وهذا ما تحتاجه الدول النامية التى تقتقر معظمها لأسواق رأس مال متطورة^(٢).

(١) د. عبدالحميد صديق، سوق المال فى مصر ودورها فى تنمية وتطوير الإقتصاد القومى، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة قناة السويس، كلية التجارة، سنة ١٩٩٤، ص ٣٦٠.

(٢) د. إيهاب الدسوقي، التنميصية والإصلاح الإقتصادى فى الدول النامية، دار النهضة العربية، سنة ١٩٩٥، ص ٢٢.

جدول رقم (١٩)
تطور حجم التعامل في بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية
خلال الفترة من ١٩٨٣ء ٢٠٠٢

السنة	حجم التعامل بالملليون جنيه	السنة	حجم التعامل بالملليون جنيه
١٩٨٣	٢٥,٤	١٩٩٣	٥٦٨,٦
١٩٨٤	١٠٧,٥	١٩٩٤	٢٥٥٧,٢
١٩٨٥	١١٤,٦	١٩٩٥	٣٨٤٩,٤
١٩٨٦	١٢٢,١	١٩٩٦	١٠٩٦٧,٥
١٩٨٧	١٨٦,٧	١٩٩٧	٢٤٢١٩,٨
١٩٨٨	١٣٤,٣	١٩٩٨	٢٣٣٦٤,٠٠
١٩٨٩	٢٢٩,٠٠	١٩٩٩	٣٩٠٨٦,١
١٩٩٠	٣٤١,٥	٢٠٠٠	٤٩٤٩٣,٧
١٩٩١	٤٢٧,٨	٢٠٠١	٣١٦٧٤,٣
١٩٩٢	٥٩٦,٦	٢٠٠٢	٢٧٨٨٦,٣

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال . مركز المعلومات ١٠ / ١٠ / ٢٠٠٢.

الباب الثانى
العنصر البشرى وأثره المباشر على
بورصة الأوراق المالية

مقدمة:

يعد بناء رأس المال البشرى من أهم العوامل التي أدت إلى نجاح الدول الآسيوية (سنغافورة، هونج كونج، كوريا الجنوبية، تايوان، ثم تايلاند وأندونيسيا وماليزيا) وهى الدول التي يطلق عليها النمور (الآسيوية) فى تحقيق معدلات نمو قياسية لم تتحقق فى مناطق أو دول أخرى، حيث بلغ متوسط معدل نمو الصادرات لهذه الدول فى بداية التسعينيات ٢١٪ سنوياً، وبلغ معدل نمو رأس المال أكثر من ٢٠٪ من الناتج المحلى الإجمالى، بينما بلغ معدل الإدخار المحلى من ٢٥٪ إلى ٣٠٪، كما تحققت معدلات نمو قياسية لرأس المال البشرى ولإنتاجية بصفة عامة، وقد أورد البنك الدولى فى تقريره عام ١٩٩٤ تحت عنوان «معجزة شرق آسيا، عامل بناء رأس المال البشرى كأحد أهم عوامل نجاح هذه الدول، فشعوب هذه الدول، أصبحوا يقدسون العمل وقيم العمل الاجتماعية، وبذل أقصى مجهود مما أدى إلى رفع إنتاجية العمل، وقد ساعد فى ذلك اتباع سياسات تعليمية تدفع من مستويات التعليم والتدريب، والتركيز على تعلم العلوم والتكنولوجيا، فضلاً عن الاهتمام غير المادى بنقل التكنولوجيا الأجنبية المتطورة، وكان للقضاء على البيروقراطية وإعطاء الدولة دوراً جوهرياً لا يتعارض مع اقتصاد السوق، دوراً مهمتاً فى هذا النجاح وكان ذلك عن طريق جعل الجهاز الحكومى فى خدمة عملية الإنتاج والاستثمار، والعمل على تقليص حجم الجهاز الحكومى وإزالة أية معوقات يتسبب فيها، ووضع السياسات التى تدعم الاستقرار الاقتصادى، فضلاً عن الإطار القانونى والتنظيمى الذى تنتهجه الدولة وتحرص على حمايته عن طريق آليات الحوافز والموانع، فضلاً عن دور الدولة فى الرقابة والإشراف والتوجيه^(١).

(١) د. عزت عبد الحميد البرعى رؤوس الأموال الماخنة والأزمات المالية والاقتصادية، مركز المحروسة للبحوث والنشر، القاهرة، سنة ٢٠٠٢، ص ٥٨ وما بعدها.

ومثلها مثل باقى دول العالم يعد العنصر البشرى من أهم العوامل المؤثرة على أداء جميع المؤسسات الإقتصادية مثلها مثل باقى المؤسسات الأخرى سواء العلمية أو العملية، وعلى ذلك سنحاول فى هذا الباب تناول تأثير العنصر البشرى على أداء بورصة الأوراق المالية ومعرفة دور هذا العامل فى تنمية وتنشيط البورصة، ونقسم دراسة هذا الموضوع إلى أربعة أقسام نتناول أولاً القائمين على إدارة البورصة وحرية التخطيط وإتخاذ القرار، ودور الإدارة فى تنمية البورصة، ثم نتناول فى القسم الثانى دراسة موضوع الشفافية وتكنولوجيا نظم المعلومات وتأثيرهما على أداء البورصة، فنتناول دور المحاسبين ومراقبى الحسابات فى تطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح ثم دور تكنولوجيا نظم المعلومات فى مرونة عمل البورصة، ثم فى القسم الثالث من هذا الباب نتناول دور سماسرة بورصة الأوراق المالية التاريخى فى تنشيط البورصة، ثم دور شركات الوساطة الذى يعد إمتداداً لدور السماسرة فى العصر الحديث، ثم فى القسم الرابع نحاول معرفة سلوك المستثمرين فى الأوراق المالية وإختلاف أهدافهم، ثم تأثر البورصة بهذا السلوك.

وعلى ذلك سوف تنقسم دراستنا فى هذا الباب إلى ما يلى،

الفصل الأول: القائمين على إدارة البورصات وحرية التخطيط وإتخاذ القرار.

المبحث الأول: الإدارة ودورها والأهداف التى تسعى لتحقيقها لتنمية البورصة.

المبحث الثانى: وظيفة التخطيط ووضع السياسات.

المبحث الثالث: حرية إتخاذ القرار وضرورة تحمل نتائجه.

الفصل الثانى: الشفافية وتكنولوجيا نظم المعلومات وأثرهما على أداء البورصة.

المبحث الأول: دور المحاسبين ومراقبي الحسابات في تطبيق مبدأ الشفافية.

المبحث الثاني: تكنولوجيا نظم المعلومات وأثرها على مرونة عمل البورصة.

الفصل الثالث: سماسرة بورصة الأوراق المالية.

المبحث الأول: دور السماسرة في تنشيط عمل البورصة.

المبحث الثاني: شركات الوساطة في الأوراق المالية ودورها المنشود في النهوض بالبورصة.

الفصل الرابع: سلوك المستثمرين في الأوراق المالية ودوره في التأثير على أداء البورصة.

المبحث الأول: تعدد واختلاف المستثمرين في الأوراق المالية.

المبحث الثاني: تأثير أداء البورصة بسلوك المستثمرين.

الفصل الأول

القائمون على إدارة البورصة وحرية التخطيط واتخاذ القرار

لما كانت الإدارة السليمة هي العنصر الأساسي والضروري لتقدم المؤسسات الاقتصادية ونموها مثلها مثل باقى الأنشطة الأخرى فى كافة القطاعات، فإن القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال قد أحال تنظيم إدارة البورصة وشئونها المالية إلى رئيس الجمهورية وذلك لأهمية هذا الموضوع وحيويته.

وحيث أن الإلمام بالأحكام المنظمة لإدارة البورصة والمحددة للقائمين عليها وإختصاص كل منهم بمد أمراً هاماً لدراسة البورصة والعوامل المؤثرة فيها، كما أن محاولة معرفة الأهداف التى تسعى الإدارة لتحقيقها لتنمية البورصة أمراً ضرورياً فى بحثنا هذا، خصوصاً مع إلقاء نظرة على وظيفة التخطيط ووضع السياسات للوصول إلى القرار الأمثل وحرية إتخاذ القرار وضرورة تحمل نتائجه، حتى يمكننا الوصول إلى معرفة أهمية الإدارة والقائمين عليها فى تنمية البورصة.

وعلى ذلك سوف تنقسم دراستنا فى هذا الفصل إلى ما يلى:

المبحث الأول: الإدارة ودورها والأهداف التى تسعى لتحقيقها لتنمية البورصة.

المبحث الثانى: وظيفة التخطيط ووضع السياسات.

المبحث الثالث: حرية إتخاذ القرار وضرورة تحمل نتائجه.

المبحث الأول

الإدارة ودورها والأهداف التي تسعى لتحقيقها لتنمية البورصة

نصت المادة ٢٥ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال على أن تستمر بورصتا القاهرة والإسكندرية في مباشرة نشاطهما بالشخصية المعنوية المقررة لهما في تاريخ الممل بهذا القانون، ويصدر بالأحكام المنظمة لإدارتها وشئونها المالية قرار من رئيس الجمهورية^(١)، وإلى أن يصدر هذا القرار تطبق على البورصتين النظم المالية والإدارية التي كان معمولاً بها قبل صدور هذا القانون" أى الواردة بالقانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية.

وقد صدر قرار رئيس الجمهورية رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧ بالأحكام المنظمة لإدارة بورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية وشئونهما المالية بتاريخ ١٩٩٧/٣/٦.

وأهم هذه الأحكام ما يلي:

١ - يتولى رئيس البورصة إدارتها وتصريف شئونها ويمثلها أمام القضاء وأمام الغير، وله ولمن ينييه حق التوقيع نيابة عن البورصة، ويختار رئيس البورصة من بين الشخصيات ذات الخبرة العالمية في المجالات

(١) نصت المادة ٥ من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال على أن ينشر هذا القانون في الجريدة الرسمية ، ويعمل به من اليوم التالي لتاريخ نشره، وقد نشر بالجريدة الرسمية، العدد رقم ٢٥ مكرر في ١٩٩٢/٦/٢٢.

الإقتصادية والمالية، ويصدر بتميينه قرار من رئيس مجلس الوزراء لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدد أخرى.

٢ - يشكل مجلس إدارة البورصة برئاسة رئيسها وعضوية كل من:

أ - ممثل عن البنك المركزى المصرى يختاره محافظ البنك،

ب - ممثل عن الهيئة العامة لسوق المال يختاره رئيسها.

ج - ممثلين عن البنوك يتم إختيارهما بالانتخاب وفقاً للقواعد والإجراءات التى يصدر بها قرار من مجلس إدارة البنوك.

د - ستة عن الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية يتم إختيارهم بالانتخاب وفقاً للقواعد والإجراءات التى يصدر بها قرار من وزير الإقتصاد والتعاون الدولى، ولرئيس المجلس أن يدعو لحضور جلساته من يراه من ذوى الخبرة دون أن يكون له صوت معدود فى المداولات، وتكون مدة عضوية المجلس ثلاث سنوات قابلة للتجديد لمدد أخرى.

٣ - يضع مجلس إدارة البورصة السياسة العامة التى تدير عليها ويباشر الإختصاصات الآتية:

أ - إصدار القرارات والقواعد اللازمة لحسن سير العمل وسلامة وإستقرار المعاملات فى البورصة .

ب - إصدار اللوائح والقرارات التفصيلية المنظمة للشئون الإدارية والمالية للبورصة، واللوائح المنظمة لشئون الماملين بها وكذا وضع اللائحة الداخلية للبورصة.

ج - تشكيل اللجان اللازمة لقيد الأوراق المالية فى الجداول وللمراقبة أسعار الأوراق المالية المتداولة بالبورصة، والتحقق من سلامتها، ولتسيير سائر أعمال البورصة.

د - وضع القواعد اللازمة للإستعانة بالخبراء اللازمين لحسن أداء البورصة لأعمالها .

هـ - الموافقة على مشروع الموازنة السنوية والقوائم المالية.

و - قبول المنح والموافقة على القروض التي تحقق أغراض البورصة.

ويجوز لمجلس الإدارة أن يمهّد ببعض إختصاصاته إلى لجنة من أعضائه أو إلى رئيس المجلس، كما يجوز له أن يكلف أحد أعضائه بأداء مهمة محددة.

٤- يجتمع مجلس إدارة البورصة بدعوة من رئيسه مرة على الأقل كل أسبوعين، وعلى الرئيس دعوة المجلس للإنعقاد كلما طلب ذلك أربعة من أعضائه، وتكون إجتماعات المجلس صحيحة بحضور أغلبية أعضائه، وتصدر القرارات بأغلبية آراء الحاضرين، وعند التساوى يرجح الجانب الذي منه الرئيس.

٥ - تبلغ قرارات مجلس الإدارة الى رئيس الهيئة العامة لسوق المال، فإذا لم يعترض عليها خلال خمسة عشر يوماً من إبلاغه كانت نافذة، أما إذا عترض عليها أعادها إلى المجلس خلال هذه المدة للنظر فيها على ضوء أسباب الإعتراض، فإذا أصر عليها المجلس بأغلبية ثلثي أعضائه إعتبرت نافذة.

٦ - على رئيس البورصة إبلاغ رئيس الهيئة العامة لسوق المال بما يقع من شركات السمسرة، وغيرها من الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ذات الصلة بالبورصة من مخالفات لأحكام القوانين واللوائح والقرارات والقواعد المنظمة للعمل بالبورصة، بما في ذلك تقديم بيانات غير حقيقية للبورصة خاصة بالشركة أو بنشاطها، وتطبيق على المخالفة الجزاءات المتبصّرة عليها في المادتين ٣٠، ٣١ من قانون سوق رأس المال، وعلى رئيس الهيئة إتخاذ الإجراءات القانونية حيال المخالفة طبقاً لأحكام المادتين المشار إليهما، وتسرى على التظلم من القرارات التي تصدر في هذا الشأن أحكام المادة ٣٢ من ذلك القانون.

ومما هو جدير بالذكر أن المادة ٣٠ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ نصت على أنه "يجوز وقف نشاط الشركة إذا خالفت أحكام

هذا القانون أو لائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة الهيئة الصادرة تنفيذاً له، أو إذا فقدت أى شرط من شروط الترخيص ولم تقم بعد إنذارها بإزالة المخالفة أو استكمال شروط الترخيص خلال المدة وبالشروط التى يحددها رئيس الهيئة، ويصدر بالوقف قرار مسبب من رئيس الهيئة لمدة لا تجاوز ثلاثين يوماً، ويحدد القرار ما يتخذ من إجراءات خلال مدة الوقف، ويسلم القرار للشركة أو تخطر به بكتاب موصى عليه مصحوب بعلم الوصول، ويعلن عن ذلك فى صحيفتين صباحيتين يوميتين واسمى الإنتشار على نفقة الشركة، فإذا إنتهت هذه المدة دون قيام الشركة بإزالة الأسباب التى تم الوقف من أجلها تمين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بإلغاء الترخيص.

كما نصت المادة ٢١ على أن لمجلس إدارة الهيئة إذا قام خطر يهدد إستقرار سوق رأس المال أو مصالح المساهمين فى الشركة أو المتعاملين معها أن يتخذ ما يراه من التدابير الآتية:

أ - توجيه تنبيه إلى الشركة.

ب - منع الشركة من مزاوله كل أو بعض الأنشطة المرخص نه بمزاولتها.

ج - مطالبة رئيس مجلس إدارة الشركة بدعوة المجلس إلى الإنعقاد للنظر فى أمر المخالفات المنسوبة إلى الشركة وإتخاذ اللازم نحو إزالتها ويحضر إجتماع مجلس الإدارة فى هذه الحالة ممثل أو أكثر عن الهيئة.

د - تعيين عضو مراقب مجلس إدارة الشركة وذلك للمدة التى يحددها مجلس إدارة الهيئة ويكون لهذا العضو المشاركة فى مناقشات المجلس وتسجيل رأيه فيما يتخذ من القرارات.

هـ - حل مجلس الإدارة وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتاً لحين تعيين مجلس إدارة جديدة بالأداة القانونية المقررة .

و - إلزام الشركة المخالفة بزيادة قيمة التأمين المودع عنها.

أما المادة ٢٢ من هذا القانون فقد رقت سبل التظلم من قرارات مجلس إدارة الهيئة، وحددت مدة خمسة عشر يوماً من تاريخ إبلاغ صاحب الشأن بالقرار أو علمه بالتظلم أمام لجنة التظلمات، والتي تشكل بقرار من وزير الاقتصاد برئاسة أحد نواب رئيس مجلس الدولة وعضوية إثنين من مستشاري مجلس الدولة يختارهم المجلس، وأحد شاغلي وظائف مستوى الإدارة العليا بالهيئة يختاره رئيسها، وأحد ذوي الخبرة يختاره الوزير.

٧ - يكون للبورصة مراقب للحسابات يصدر بتعيينه قرار من رئيس الهيئة العامة لسوق المال لمدة سنة قابلة للتجديد لمدد أخرى.

مما تقدم يتضح أن حرية إتخاذ القرار بالنسبة لمجلس إدارة البورصة متاحة في حدود القانون والرقابة من الهيئة العامة لسوق المال.

وقد بادرت إدارة البورصة بإتخاذ الكثير من الإجراءات والقرارات التي أدت إلى مرونة العمل بالبورصة، وضبط سوق رأس المال ووضوح عمليات التداول، والحد من التلاعب والتأثير على أسعار الأوراق المالية بطرق غير مشروع، ومن أهم الإنجازات التي حققتها إدارة البورصة لتحقيق هذه الأهداف ما يلي:

أولاً: التحديث المؤسسي لسوق الأوراق المالية،

كان لابد من التطوير المؤسسي لسوق الأوراق المالية لتتمكن من أداء واجباتها ولتحقيق أهدافها، حيث تم إتخاذ العديد من الخطوات في هذا الصدد منها وضع هيكل تنظيمي متكامل للبورصة المصرية وتم إستحداث بعض الإدارات مثل إدارات البحوث وتطوير السوق، والإفصاح ومراقبة التداول والرقابة على السوق، والحاسب الآلي، وتكنولوجيا المعلومات، والعلاقات العامة والتسويق، والمتابعة الفنية، كما تم وضع لائحة لتنظيم الشؤون الإدارية والمالية وتم وضع تنظيم لعمل اللجان التي يتطلبها العمل كلجان الأسعار والقيود، كما تم الإنتهاء من تحديث وتطوير أداء الإدارات

القائمة، وتم إنشاء العديد من اللجان الإستشارية للبورصة مثل لجنة مناقشة قواعد العضوية، ولجنة مناقشة قواعد التداول واللجنة الدولية للبورصة.

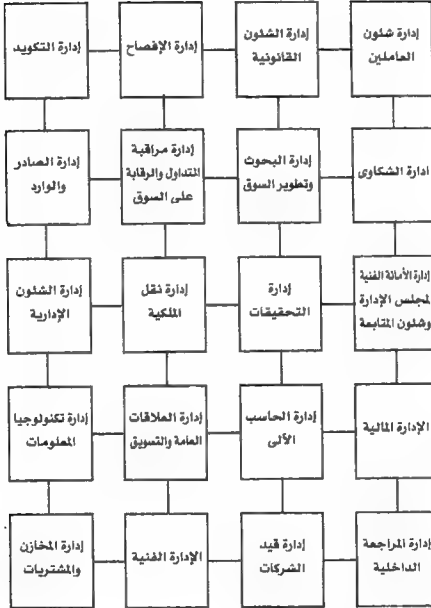
وقد تم الإنتهاء من مراحل إعادة ترميم وتجهيز وتأثيث مبنى البورصة لتصبح واجهة مشرفة لسوق رأس المال المصرى، كما تم تجهيز وتطوير مبنى البورصة بالإسكندرية، كما تم تطوير قاعة التداول بالمبنى الرئيسى بأحدث الأساليب المستخدمة عالمياً، وقد تم الإستعانة فى هذا المجال بالشركة العامة التى قامت بتجهيز قاعة التداول فى بورصة نيويورك، كما تم تجهيز قاعة إحتياطية للتداول لا تقل كفاءة عن القاعة الرئيسية لمواجهة حالات الطوارئ^(١).

كما تم وضع خطة طموحة لتدريب وتطوير الكوادر البشرية بالبورصة بتدريبها وتتميتها وذلك بالتعاون مع المؤسسات العالمية مثل مؤسسة «يوروبنى» والأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية بالإضافة إلى التعاون مع جامعة هارفارد والجامعة الأمريكية^(٢).

(١) د. محمد البيشونجى، سوق المال، خطة لتطوير البورصة فى الألفية الجديدة ، مجلة أخبار البنوك عدد ٢٤، مارس، إبريل سنة ٢٠٠٠، ص ٤٢، وما بعدها.

(٢) د. لطف الله إمام صالح، منظومة سوق المال المصرية ، دار الكتب والوثائق القومية ، رقم ١٤٥١٧٦، سنة ٢٠٠١، ص ٥٢ .

إدارات البورصة



المصدر: بورصة الأوراق المالية المصرية.

ثانياً، تطوير قواعد قيد الأوراق المالية،

وقد تم الإنتهاء من إعداد مشروع قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال بشأن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالتنسيق مع إدارة البورصة، والذي يتطلع لتحقيق المعادلة بين توفير إمكانية قيد الشركات المصدرة في أسرع وقت ممكن وفي نفس الوقت توفير الحماية للمستثمرين عن طريق إمدادهم بالمعلومات الكافية واللازمة لإتخاذ القرارات الإستثمارية السليمة^(١).

وتتضمن القواعد الجديدة ما يفيد أن القيد في البورصة يعتبر ميزة وليس حقاً وتقتصر تلك الميزة على الشركات القادرة على خلق قيمة للمستثمرين والمساهمين، وتم تحديد معايير كمية وصفية للشركات التي تقيد في البورصة مثال ذلك حد أدنى لرأس المال المدفوع كشرط للقيد في الجدول الرسمي وهو ٢٠ مليون جنيه مدفوع بالكامل وكذلك ألا يقل عدد الأسهم المصدرة والمطلوب قيدها عن ٢ مليون سهم، وأن تكون الشركة مصدرة الورقة المالية قد نشرت على الأقل القوائم المالية لثلاث سنوات من تاريخ قيدها في السجل التجاري، وألا يقل عدد المكتتبين في الأسهم المطروحة للإكتتاب العام عن ١٥٠ مكتتب ولو كانوا من غير المصريين وألا يقل ما يطرح من الأسهم الأسمية للإكتتاب العام عن ٣٠٪ من مجموع أسهم الشركة، وألا يقل صافي الربح قبل خصم الضرائب عن آخر سنة مالية تسبق طلب القيد عن ٥٪ من رأس المال، هذا بالإضافة إلى إلزام الشركات بتوفير الإفصاح الكامل عن أية معلومات جوهرية قد تؤثر على أسعار الأسهم وذلك في الوقت المناسب^(٢)، ولا يقتصر الإفصاح

(١) د. حمدي عبد العظيم ، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية ، مركز البحوث، ندوة القواعد الجديدة للقيد والإفصاح في البورصة المصرية ، ٢١/١٠/٢٠٠٠.

(٢) يقصد بالمعلومات الجوهرية كما ورد في مشروع قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال ما يلي:

- أي تغيير في هيكل الملكية بما يجاوز نسبة ٥٪ من رأس المال.
- وصول المديونية أو تجاوزها نصف القيمة الدفترية لصافي الأصول.
- تحقيق خسائر تصل إلى أو تجاوز ٢٠٪ من القيمة الدفترية لصافي الأصول. =

على المعلومات المالية فقط وإنما يشمل أية معلومات متعلقة بالشركة، كما تلتزم بالمبادئ الدولية في المحاسبة والمراجعة وأهمها الإفصاح عن السياسات المحاسبية ونشر القوائم المالية، كما ستعمل قواعد القيد للأوراق المالية على توفير الحماية والأمان للمستثمر، والمحافظة على مستوى الثقة في البورصة عن طريق توصيل المعلومات للمتعاملين في الوقت المناسب والتي يكون لها تأثير على نشاط السوق وأسعار الورقة المالية، وتوفير المعلومات عن مستوى كفاءة مديري وأعضاء مجلس إدارات الشركات المصدرة، وكذلك مستوى أداء الإدارة وضمان معاملة جميع حاملي الأسهم بمساواة وعدل، وضمان أن تقوم إدارة الشركة المصدرة باتخاذ قراراتها لمصلحة المستثمرين والمساهمين بمساواة حتى لو كان مساهموا الإكتتاب العام يمثلون نسبة صغيرة من رأس المال، كما يتم إلزام الشركات بقواعد الإفصاح الواردة بقواعد القيد ولضمان ذلك تم إنشاء إدارة للإفصاح وهي إدارة متخصصة لمتابعة الإفصاح، وأهم أهدافها توفير البيانات والمعلومات للمتعاملين في السوق في الوقت المناسب مما يساعدهم على إتخاذ قرارات الإستثمار على أساس سليم، كما أنها تتلقى المعلومات من الشركات سواء القوائم المالية أو غيرها من البيانات الجوهرية التي تطلأ على أى شركة، ومن أهم وظائف إدارة الإفصاح المتابعة الدورية للشركات النشيطة عن طريق الإتصال اليومي بمسؤولي الإتصال والقيام بزيارات دورية لتلك الشركات، وإعداد بعض التحليلات الرئيسية عن القوائم المالية للشركات النشيطة وعرضها في شكل يسهل على المستثمر قراءتها وفهمها، بالإضافة إلى توفير أى

-
- = - الدعاوى القضائية المقامة ضد الشركة والتي تتعلق بنشاطها أو أحد أعضاء مجلس الإدارة أو أحد المديرين الرئيسيين بها أو أى أحكام تصدر بشأنها.
- الاتفاق على شراء أو بيع إستثمارات من أو إلى أحد أعضاء مجلس الإدارة أو أحد أقرابه حتى الدرجة الثانية أو من أو إلى أحد المساهمين الرئيسيين.
- الإتفاق على شراء أو بيع حصة في شركة يملكها أحد المساهمين الرئيسيين بالشركة المعقّدة أو طالبة القيد.
- مدور أى قرارات إدارية تتعلق بالشركة أو سحب أو إلغاء لهذه القرارات.

أخبار عن الشركات والتي قد تؤثر على سعر الورقة في السوق وكذلك على موقع البورصة بالإنترنت.

ثالثاً، تطوير قواعد تداول الأوراق المالية:

تم الإنتهاء من تطوير قواعد التداول والتي سوف يتم العمل بها مع بداية تطبيق نظام التداول الجديد بما يضمن وجود الشفافية والعدالة في سوق الأوراق المالية.

ومن أهم خصائص قواعد التداول الجديدة تقسيم السوق إلى سوق للأوراق النشطة وسوق للأوراق الأقل نشاطاً، وتطبيق الجلسة الاستكشافية لتحديد سعر الفتح بصورة يومية، وإيقاف التداول على ورقة مالية معينة لحين حدوث التوازن في العروض والطلبات عليها في أثناء جلسة التداول منعاً للتحايل ووصولاً للسعر الحقيقي للورقة، وتحديد أولويات تنفيذ العمليات حسب السعر، ونفس شركة السمسرة مصدرة الأمر، وتوقيت إدخال الأمر^(١).

رابعاً، رفع كفاءة شركات السمسرة،

تم الإنتهاء من وضع قواعد العضوية لشركات السمسرة، وتم تطبيقها بعد اعتمادها من

الهيئة العامة لسوق المال ووزارة الإقتصاد والتجارة الخارجية، وتساعد القواعد التنظيمية لشركات السمسرة، على رفع كفاءة هذه الشركات وإحكام الرقابة عليها لحماية سوق الأوراق المالية، وذلك بتحديد الشروط المطلوبة في شركات السمسرة من ناحية الملاءمة المالية وكفاية رأس المال، وتحديد قواعد التنظيم الداخلي للشركات بما يضمن حسن سير العمل^(٢)، وتنظيم العلاقة بين تلك الشركات والبورصة،

(١) د. لطف الله امام صالح، منظومة سوق المال المصرية ، مرجع سالف الذكر، ص ٥٦ .

(٢) نصت المادة الثالثة من قرار وزير الاقتصاد رقم ١٩٩٨/٤٤٧ على أن تلتزم شركات السمسرة بوضع الأنظمة واللوائح الداخلية وإخطار الهيئة بها خلال ستة أشهر من تاريخ العمل بهذا القرار أى من ١٩٩٨/٨/٨، وتلتزم الشركة بوضع تنظيم لها قبل مضي شهر على تاريخ الترخيص لها بمزاولة

وتحديد الحقوق والواجبات بكل شركة تجاه البورصة، ووضع آلية لفض المنازعات بين المتعاملين لضمان السرعة والعدالة في البت في تلك المنازعات، وتقسيم الأعضاء بالبورصة الى عدة فئات: أعضاء هائمين بالمقاصة وأعضاء لهم حق التداول دون المقاصة وأعضاء مراسلين يعملون من خلال أعضاء آخرين، وتحديد أنواع الدفاتر والسجلات التي يجب على الأعضاء إمساکها .

كما تم إصدار قواعد تنظيم نشاط التعامل والوساطة والسمسة في السندات، حيث صدر في يناير عام ٢٠٠٠ قرار وزاري رقم ٤٣ وقرار رقم ٤٤ لسنة ٢٠٠٠ ينظمان نشاط التعامل والوساطة والسمسة في السندات وصكوك التمويل وأذون الخزنة وغيرها من الأوراق المالية المشابهة وتغطية الإكتتاب فيها سواء بإسم الشركة المرخص لها بمزاولة النشاط ولحسابها الخاص أو بإسم ولحساب عملائها، ويجوز تنفيذ العمليات الخاصة بذلك خارج أوقات التداول الرسمية بالبورصة، وسوف يساهم هذا النشاط في زيادة السيولة للمستثمرين وتحقيق التوازن بين العرض والطلب على السندات^(١).

-
- نشاطها يكفل سلامة إختيار مديريها وممثليها وسائر الماملين بها والتحقق من حسن سير كل منهم وخبراتهم في ضوء ما تضعه الهيئة من ضوابط في هذا الشأن، ويقصد بالمديرين من يقومون بأعمال الإدارة الفعلية، فضلا عن توضيح نظام العمل بالشركة والاحكام التي يلتزم بها المديرون والعاملون بها كما يجب أن تتضمن اللائحة الداخلية للشركات البيانات التالية على الأقل:
- الدورة المستندية الواجب إتباعها منذ تقديم العميل للتعاقد حتى إتمام العملية وإخطار العميل بها .
 - هيكل إدارة الشركة مع بيان الأعمال ومسؤوليات الإدارة الفعلية التي يمارسها المديرون .
 - علاقة المركز الرئيسي للشركة بباقي الفروع .
 - نظام تسجيل المراسلات المتبادلة بين الشركات وعملائها .
 - نظام إمسالك السجلات الداخلية وقيد شكاوى عملاء الشركة .
 - نظام الرقابة الداخلية والمراجعة الدورية بما يكفل سلامة تطبيق القوانين .
- المصدر: مجلة البورصة المصرية ، الأهرام الاقتصادي، إلتزامات شركات السمسرة ورقابة هيئة سوق المال، العدد ١٩٣، ٢٢ يناير سنة ٢٠٠١، ص ٣٠، ٣١ .
- (١) برنامج وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية لسنة ٢٠٠١، ص ٤١، المصدر (وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية).

خامساً، إصدار وثيقة تأمين المسؤولية المهنية في مجال سوق الأوراق المالية:

لتحقيق درجة عالية من الثقة لدى المستثمرين في البورصة وتوفير الحماية الكاملة لهم فقد تم إقرار العمل بوثائق تأمين المسؤولية المهنية في مجال سوق الأوراق المالية، وتهدف الوثيقة إلى توفير التغطية التأمينية ضد أخطار المسؤولية المهنية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية في مصر تجاه عملائها، وتصدر الوثيقة التأمينية من خلال حساب مشترك يضم جميع شركات التأمين العاملة في مصر، حيث تتمتع شركة التأمين بتعويض الطرف الثالث عن الخسائر والأضرار التي قد يتعرض لها المؤمن له خلال مدة التأمين المتفق عليها وفقاً للوثيقة وذلك في أثناء مزاويلته لأنشطته المعتادة في مجال الأوراق المالية وتتناول وثيقة تأمين المسؤولية المهنية قسمين رئيسيين:

القسم الأول: المسؤولية المهنية للشركات العاملة في الأوراق المالية، وتغطي الأهمال والإخلال بالواجب، والمسؤولية المدنية، والإخلال بالسرية.

القسم الثاني: تغطي جرائم الأوراق المالية وتغطي خيانة الأمانة من قبل الموظفين وفقد الممتلكات أو تبديدها أو إهلاكها لأي سبب، وتداول الأوراق المالية المزورة أو المفقودة أو المسروقة والتعليمات أو الأوامر المنطوية على غش.

وجدير بالذكر أن أي نزاع ينشأ بين المؤمن له والشركة في تنفيذ شروط الوثيقة يتعين قبل اللجوء للقضاء عرضه على لجنة إستشارية لإبداء الرأي فيه وتتكون من ممثلي كل من هيئة سوق المال وهيئة الرقابة على التأمين والمؤمن له وشركة التأمين المعنية واللجنة أن تستعين بمن تراه من الخبراء المتخصصين في موضوع النزاع.

وتشير الهيئة العامة لسوق المال إلى أن وثيقة التأمين المشار إليها تستهدف حماية المستثمرين في الأوراق المالية من خلال قيام الشركات

فى مجال الأوراق المالية بالتأمين ضد عدد من المخاطر، وتعد وثيقة التأمين ترجمة واضحة وأساسية فى الإلتزام بالمعايير الدولية للتعامل فى الأوراق المالية^(١).

سادساً، توفير كيانات متخصصة لجمع وتشغيل وإنتاج وىث المعلومات الفنية بإفصاح وشفافية،

تحتل مسألة الإفصاح عن البيانات المالية للشركات أهمية قصوى نظراً لأنها واحدة من أهم الأركان التى تركز عليها كفاءة سوق الأوراق المالية إلا أن نشر البيانات الدقيقة عن الشركات المصدرة للأوراق المالية رغم أهميته فهو غير كاف بذاته لتحقيق التشغيل المنشود للبورصة، وإنما لابد من توعية المستثمر بكيفية استخدام هذه البيانات وتوفير الخبرات التى تستطيع تحليلها حتى يحقق الإفصاح هدفه فى جذب المستثمرين للبورصة^(٢).

وقد وافقت إدارة البورصة على تأسيس أول شركة تعمل فى مجال نشر المعلومات فى سوق الأوراق المالية عام ٢٠٠١، ويمثل هذا النشاط الجديد تكريساً لفكرة الشفافية وإتاحة الفرصة للمتعاملين فى السوق للحصول على المعلومات اللازمة لترشيد قدراتهم الإستثمارية، والقضاء على إحتكار المعلومات لحساب فئات معينة داخل السوق، خاصة وأنه سيتم تقديم المعلومات مقابل سعر محدود، ومن ثم تعتبر شركات نشر المعلومات وسيلة للشفافية ووسيلة للقضاء على الإحتكار المعلوماتى، إذ أنه فى ضوء الأداء الحالى للبورصة ظهرت الحاجة لوجود كيانات متخصصة تقوم بنشر المعلومات التى تهتم المستثمر، بشكل مهنى

(١) د. محمد البخشونجى، سوق المال، خطة لتطوير البورصة فى الألفية الجديدة، مرجع سالف الذكر، ص ٤٤ وما بعدها.

(٢) د. عبد الباسط رفا، بورصة الأوراق المالية ودورها فى تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال المام إلى الملكية الخاصة، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، كلية الحقوق فرع بنى سويف سنة ١٩٩٦، ص ١٦٠ وما بعدها

ويحتراف، حيث تبدأ هذه الشركات بدراسة حاجة ورغبات المستثمرين من المعلومات في ضوء أهدافهم الإستثمارية، نظرًا لتوافر المقومات المادية والفنية لدى شركات نشر المعلومات لإنتاج المعلومات بالدقة المطلوبة وفي الوقت المناسب، لحيازتها نظم المعلومات الإلكترونية ونظم الاتصالات المتطورة بالإضافة إلى الخبرات الفنية المتخصصة.

مما تقدم يتضح لنا أن إدارة البورصة تدعمها الهيئة العامة لسوق المال ووزارة الإقتصاد قد قاموا بدور كبير، ومازالوا في طريقهم لتحقيق الأهداف التي وضعوها نصب أعينهم لتحقيق تنمية بورصة الأوراق المالية ومعالجة القصور والأخطاء التي ظهرت أثناء تطبيق القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق رأس المال، ومحاولة الوصول بأداء البورصة المصرية إلى الأداء العالمي حتى تعود إلى عصرها الذهبي كما كانت في الأربعينات من القرن العشرين^(١).

(١) منال فايز ، نشر المعلومات ، إحتكار أم شفافية ، الأهرام الإقتصادي ، البورصة المصرية عدد ١٦٠، يونيو سنة ٢٠٠٠، ص ١٨ وما بعدها.

المبحث الثانى

وظيفة التخطيط ووضع السياسات

لما كانت البورصة مثلها مثل باقى الهيئات الإقتصادية الهامة لها أهداف تسمى الإدارة إلى تحقيقها بكافة الوسائل القانونية، فإن تحقيق هذه الأهداف يستلزم وجود خطة، وللوصول إلى هذه الخطة ويلورتها فى شكلها النهائى ووضعها موضع التطبيق لابد أن نكون قد مررنا بمرحلة هامة هى مرحلة التخطيط ووضع السياسات، وبدونها ينعدم تحقيق الأهداف على الوجه الأمثل.

فالتخطيط هو المراحل الفكرية والذهنية المتعلقة بنشاط معين، تلك التى تبدأ بالتفكير فى الهدف ثم توضح كيفية تحقيقه، ووضع السياسات هو مجموعة المفاهيم والمبادئ التى توضع لكى تسترشد بها مختلف المستويات الإدارية عند إتخاذها القرارات، فهى تعكس وتترجم الأهداف وهى طريق ومرشد للوصول إلى هذه الأهداف.

ولأهمية التخطيط ووضع السياسات ودورهما الرئيسى فى العملية الإدارية للبورصة فسوف نحاول فى هذا المبحث التعرف على مفهوم التخطيط ووضع السياسات وأهميته وعناصره ومقومات نجاحه، والذى يسهم بدوره فى نجاح العمل الإدارى ككل، ومن ثم نستطيع أن نعرف كيف تحقق البورصة أهدافها وكيف تضمها موضع التنفيذ بنجاح.

● مفهوم التخطيط وأهميته:

التخطيط هو الوظيفة الأولى من وظائف الإدارة ولها السبق على جميع وظائفها الأخرى، حيث لا يمكن تنفيذ أية أعمال على الوجه الأمثل دون

أن يسبقها التخطيط السليم، فالتخطيط هو مرحلة التفكير واتخاذ القرارات المتعلقة بهذه الأعمال كما أن التخطيط هو الذى يبلور الأفكار المختلفة ويضعها موضع التطبيق، كما أنه هو الذى يوفر للمدير الفرصة لاستغلال قدراته ومواهبه ومهاراته المختلفة حيث يستطيع أن يستغل الموارد المتاحة لديه أفضل إستغلال ممكن^(١).

ويمكن تعريف التخطيط الإقتصادى بأنه "إعداد وتنفيذ برنامج إقتصادى واجتماعى متناسق، معتمداً على شئ من المركزية فى الإعداد واللامركزية فى التنفيذ، متضمناً تنبؤات للأهداف المرتقبة خلال فترة معينة، هادفاً إلى تحقيق تنمية إقتصادية سريعة ومنظمة لجميع فروع النشاط الإقتصادى، وجميع مناطق الدولة"^(٢).

وما هو جدير بالذكر أن هناك فرق بين التخطيط والخطة، فالتخطيط يقصد به المراحل الفكرية والذهنية المتعلقة بنشاط معين، تلك التى تبدأ بالتفكير فى الهدف ثم توضح كيفية تحقيقه، والموازنة بين الظروف المستقبلية التى قد تساعد أو تعمل على إعاقة تحقيقه، بينما تعنى الخطة تفصيل للمراحل الواجب القيام بها وتحديد الاختصاصات والمهام، وكذلك تحديد التوقيتات المناسبة لإتمام كل مرحلة من المراحل وصولاً لتحقيق الأهداف المرجوة.

وفى ضوء ما تقدم فإن للتخطيط أهمية كبيرة يمكن تحديدها فى النقاط الآتية،

١ - يوضح التخطيط أهداف المنشأة التى تسمى إلى تحقيقها بصورة تمكن كل فرد فى التنظيم من التعرف على معالم تلك الأهداف مما يسهل معه الوصول إليها وتحقيقها.

(١) د. أحمد محمد غنيم ، أصول الإدارة ، جامعة المنصورة ، مكتبة كلية التجارة ، سنة ١٩٩٦ ، ص ٦٧ وما بعدها .

(٢) د. على لطفى ، التخطيط الإقتصادى ، دراسة نظرية وتطبيقية ، مكتبة عين شمس ، سنة ١٩٧٩ ، ص ١١ .

٢ - يساعد التخطيط على تشغيل المؤسسة إقتصاديا عن طريق إستغلال الموارد المتاحة فيها (أموال، معدات، خدمات، أفراد... الخ)، أحسن إستغلال ممكن، مما يؤدي إلى توحيد الجهود المختلفة فيها من أجل تحقيق الأهداف.

٣- التخطيط يلقي الضوء على المستقبل ويحاول كشف أبعاده وإعداد الترتيبات اللازمة لمواجهة الأحداث المتوقعة، وبإعتبار ذلك فإنه يساهم في تحديد المشكلات والمقبات المتوقع حدوثها، وبالتالي يسعى إلى إتخاذ كافة الإجراءات والإستعدادات اللازمة لمواجهةها، الأمر الذي يترتب عليه تخفيض المخاطر التي تتعرض لها المنظمة في المستقبل فضلا عن عدم تعطل العمل وإستمراره.

٤- يساعد التخطيط على تحديد رؤية واضحة ومتكاملة عن نشاط المؤسسة والمناخ الذي تعمل في نطاقه، وبالتالي تأتي الجهود المبذولة على قدر تحقيق الأهداف المنشودة.

٥ - يساعد التخطيط على التحديد الدقيق لحجم ونوعية المدخلات من الموارد المختلفة التي تستخدمها المؤسسة، سواء كانت تتعلق بالموارد البشرية من خبراء وموظفين وفنيين أو تتعلق بالأجهزة والآلات والمباني وخلافة.

٦- يساعد التخطيط على منع التداخل والازدواج بين الأنشطة الرئيسية والفرعية للعمل، وذلك عن طريق تحديد الوقت اللازم لأداء كل مرحلة من مراحل العمل، وربط أجزاء العمل مع بعضها البعض، الأمر الذي يؤدي إلى متابعتها وإنسيابها بسهولة، وتحقيق الأهداف المرجوة في أقل وقت ممكن.

٧- يسهل التخطيط من مهمة كل من المديرين والمرؤسين معا، نظرا لوضوح أساليب العمل وخطواته وإجراءاته، الأمر الذي يجعلهم يشعرون

بأنهم يسировون وفقاً لبرنامج مدروس، مما يرفع من كفاءتهم فى الأداء ويجعلهم يقبلون على أداء واجباتهم برضاء وإقتناع^(١).

٨ - ييسر التخطيط لإجراءات عمليات الرقابة، والتخطيط والرقابة وظيفتان متكاملتان حيث تسعى الوظيفة الأولى إلى تحديد مسار الأعمال، بينما تسعى الرقابة الى التأكد من أن المراحل التنفيذية تتم وفقاً لبرنامج التخطيط المرسوم.

٩ - يساهم التخطيط فى القضاء على الأخطاء والتقليل منها إلى أقل قدر ممكن، حيث فى ظل التخطيط تصبح قرارات الإدارة غير عشوائية وإنما تكون قرارات مدروسة ومخططة بدقة فى ضوء الإمكانيات المتاحة والمتوقعة، الأمر الذى يقلل من الأخطاء ويقضى عليها.

● عناصر التخطيط،

تعتبر عناصر التخطيط بمثابة دعائم أساسية للتخطيط، هذا وتمثل هذه العناصر فيما يلى:

١ - تحديد الأهداف .

٢ - رسم السياسات الإدارية.

٣ - الإجراءات.

٤ - البرامج الزمنية .

٥ - التنبؤ.

٦ - الموازنات التخطيطية.

ونوضح العناصر السابقة بشئ من التفصيل فيما يلى:

١ - تحديد الأهداف،

الأهداف هى الغايات أو النتائج التى تصبو إلى تحقيقها المؤسسات

(١) د. ملى لطفى ، التخطيط الإقتصادى ، دراسة نظرية وتطبيقية ، مكتبة عين شمس، سنة ١٩٧٩، ص ٤٣ .

على إختلاف أنواعها، وهى تتعلق بالمستقبل وبالأمال التى يراد تحقيقها، وتعتبر الأهداف نقطة الإنطلاق للتخطيط، حيث تتبع كافة العناصر، فلا يمكن أن يكون هناك جهد جماعى دون أن يكون هناك هدف أو أهداف يسمى هذا الجهد إلى الوصول إليها لتحقيقها.

هذا وحتى تحقق الأهداف الغرض المطلوب منها فلا بد أن تتوافر فيها مجموعة من الشروط أهمها ما يلى:

أ - أن تكون الأهداف واقعية حيث يجب أن ترتبط الأهداف بالإمكانات والموارد المتاحة للمؤسسة لا مجرد أحلام وخيالات لا يمكن تحقيقها، وحيث ينبغى أن تكون الأهداف متناسبة مع إمكانيات المؤسسة.

ب - أن تكون الأهداف قابلة للقياس: حيث يجب أن تصاغ الأهداف فى شكل رقمى يمكن معه معرفة مدى تنفيذ تلك الأهداف من خلال تحديد الفجوات بينها وبين الإنجازات الفعلية.

ج - المشاركة عند صياغة الأهداف، حيث لابد أن توضع الأهداف بطريقة جماعية بحيث يشترك فى إعدادها وصياغتها كل الأفراد العاملين بالمؤسسة، فمثلاً تحدد الإدارة العليا الخطوط العريضة للأهداف، كما يطلب من الأفراد العاملين بالمستويات الأخرى ضرورة تقديم مقترحاتهم عن الأهداف التفصيلية، وبيان أهم المشكلات المتوقعة حدوثها أثناء التنفيذ حيث تدور المناقشات الجادة بين كل الأفراد للوصول إلى الصياغة النهائية للأهداف.

د - أن تكون الأهداف واضحة: بحيث تكون مصاغة بطريقة سهلة الفهم لكل الأفراد العاملين فى المؤسسة فى مختلف المستويات، ويفضل أن تكتب هذه الأهداف فى صياغة محددة واضحة وأن توزع على هؤلاء الأفراد حتى يتسنى لهم إنجازها بكفاءة.

٢- رسم السياسات الإدارية،

يمكن تعريف السياسات الإدارية بأنها مجموعة من المبادئ والمفاهيم التى توضع لكى تستهدى وتسترشد بها مختلف المستويات الإدارية عند

إتخاذها القرارات، وتشكل السياسات الإدارية إطاراً تمارس في نطاقه الإدارة نشاطها، وتعتبر جوانب مرشدة عند إتخاذ الإدارة للقرارات، لمواجهة المشكلات ذات الطبيعة المتكررة.

وفي هذا الصدد فإنه يمكن القول إنه توجد فروق أساسية وجوهرية بين السياسة الإدارية وكل من الأهداف والقواعد والإجراءات، فبالنسبة للفرق بين السياسة الإدارية والأهداف فإننا نجد أن السياسة تعكس وتترجم الأهداف، فالهدف هو ما ينبغي الوصول إليه (الغاية أو النتائج المرجوة)، بينما السياسة الإدارية فهي طريق ومرشد للوصول إلى هذا الهدف، كما أن السياسة ليست هدفاً، إلا أنه يمكن إعتبار الهدف إلى حد ما سياسة، كما أن الهدف يتسم بالثبات النسبي والتغيير فيه يعرض المؤسسة للفشل، في حين أن السياسة الإدارية يمكن تعديلها إذا تبين قصورها أو عدم جدواها في العمل.

كما يوجد فرق بين السياسة الإدارية والقواعد^(١)، فالسياسة الإدارية أكثر عمومية من القواعد، فبينما تعد السياسة الإدارية بمثابة مرشد للتفكير عند إتخاذ القرارات الإدارية، فإن المقصود بالقواعد إنها كل السلوك والتصرفات التي يجب القيام بها أو الإمتناع عنها، فالسياسة تتحكم في الأعمال بطبيعتها في حين أن القواعد تستمد قوتها من التهديد بتوقيع العقوبات على من يخالفونها، ويوجد أيضاً فروق بين السياسة الإدارية والإجراءات تعتبر على جانب كبير من الأهمية، فالإجراءات تعكس السياسات بوضوح، وتعتبر أسلوباً عملياً للخطوات الواجب إتباعها لأداء عمل معين، حيث تشير إلى الخطوات التفصيلية للأعمال التي يجب القيام بها، ووضع السياسات مرحلة أعلى من مرحلة وضع الإجراءات، وبذلك توضع الإجراءات في نطاق السياسات الموضوعه،

(١) د. محمود عساف، أصول الإدارة، القاهرة، دار النشر العربي، سنة ١٩٧٦، ص ٢١٢.

والسياسات السليمة ينبغي أن تدعم بالإجراءات السليمة حتى يمكن لكليهما أن يحققا هدف المؤسسة^(١).

٣- الإجراءات :

توضح الإجراءات الخطوات التفصيلية للطريقة التي يتم بها تنفيذ الأعمال الروتينية المختلفة مقدماً، وتسمى الإجراءات عرفاً بالروتين وهي ضرورية للقيام بأى عمل، خاصة تلك الأعمال ذات الطبيعة المتكررة والتي تتكون من عدة مراحل متتابعة، لذلك يمكن تعريف الإجراءات بأنها طريقة توضح سلفاً كيفية تنفيذ الأعمال الروتينية^(٢).

ولكى تحقق الإجراءات فعاليتها لابد أن تتوفر فيها العديد من الشروط، نذكر منها ما يلى:

أ - لابد أن تكون الإجراءات بسيطة وسهلة وبمعدة عن التعقيد، بحيث لا تؤدي إلى تكرار العمل الواحد دون مبرر لذلك.

ب - أن تكون الإجراءات معلنة لجميع الأفراد بالمؤسسة حتى يتاح لهم التعرف على تفاصيلها ليتسنى لهم إنجاز ما يوكل إليهم من أعمال.

ج - يجب أن تعكس الإجراءات الأهداف المنشودة للمؤسسة، كما يجب أن تعكس أيضاً سياستها الإدارية وتعمل على تحقيقها، ويتطلب هذا الأمر بطبيعة الحال عدم التعارض بين الإجراءات وكل من الأهداف والسياسات الإدارية.

د - أن تكون الإجراءات قابلة للتطبيق، وعلى ذلك يجب على المخطط أن يضمها قبل التنفيذ

موضع التطبيق التجريبي حتى يتعرف على العقبات التي يمكن أن تواجهها بعد التنفيذ فيعمل على القضاء على تلك العقبات.

(١) د. كمال حمدي أبو الخير ، أصول الإدارة العلمية ، القاهرة ، مكتبة عين شمس، سنة ١٩٧٤، ص ٣١٠ وما بعدها.

(٢) د. أحمد محمد غنيم ، أصول الإدارة ، مرجع سالف الذكر ، ص ٩٨ .

هـ ضرورة توافر عنصر المرونة فيها، الأمر الذي يتطلب ضرورة إعادة النظر فيها بصفة دورية للتأكد من استمرار صلاحيتها ومسايرتها للأهداف والسياسات الإدارية المقررة.

٤- البرامج الزمنية؛

تعتبر البرامج الزمنية خطط صغيرة محدودة مشتقة من الخطط العامة للمؤسسة، كما تعتبر وسيلة لربط العمليات المختلفة لتحقيق هدف معين، فيتم بإستخدامها تحديد العمليات المراد تنفيذها مع تحديد موعد البدء والإنتهاء من كل مرحلة من مراحل عملية معينة ثم تحديد تسلسل العمليات ليتم تحقيق التنسيق والتكامل بينها.

وعلى الرغم من أن البرنامج الزمني هو كشف يحدد مواعيد البدء والإنتهاء من كل عملية معينة، إلا أنه جاء نتيجة السياسات التي رسمت والإجراءات التي حددت والموازنات التقديرية التي تقررت.

هذا ويلاحظ أن البرامج الزمنية قد تكون خاصة بإدارة معينة من إدارات المؤسسة، كما قد يكون البرنامج شاملاً لكل أعمال المؤسسة على حد سواء، وغالباً ما يحدد البرنامج المسؤولون عن تنفيذ كل مرحلة من مراحلها، وتمثل مرحلة إعداد البرنامج الزمني مرحلة فكرية سابقة لعمليات التنفيذ، ولذلك فيإعداد هذا البرنامج يحتاج من معدية إلى مهارات فكرية خلاقة وذلك لتحديد مناطق التداخل بين مراحلها المتعددة ولعمل التنسيق بين كل برنامج وآخر.

٥- التنبؤ؛

التنبؤ هو وضع إفتراضات أي تقديرات لما يحتمل أن تكون عليه الأحوال في المستقبل، ويقدر ما تكون هذه التقديرات شاملة ودقيقة وتعتمد على الحقائق بقدر ما تصبح قريبة من الواقع عندما يصبح المستقبل حاضراً.

ويعتبر التنبؤ ركيزة أساسية لعمليات التخطيط^(١)، حيث أنه لا يمكن وضع خطة دون أن يكون هناك تنبؤ بالمستقبل، والتنبؤ ضروري لكافة المؤسسات على اختلاف أنشطتها وأنواعها، كما أنه يتضمن كافة مجالات العمل في تلك المؤسسات، فالمؤسسات تحتاج بصفة عامة إلى التنبؤ بكمية الأعمال المتوقع حدوثها، كما أن عليها أن تقدر حجم الأموال التي تحتاج إليها لممارسة تلك الأعمال، وعليها أيضاً أن تقدر الأعداد اللازمة من الموظفين والعمال وكذلك الموارد المادية اللازمة لها كالآلات والمعدات. وفي ضوء ما تقدم فإنه يمكن القول بأن التنبؤ يمد من العمليات الضرورية لنجاح التخطيط، فالتنبؤ يضع أمام المسؤولين بالمؤسسة تصوراً عن حجم احتياجاتها خلال الفترة المستقبلية مما يمكنهم من إتخاذ العديد من القرارات لتدبير هذه الاحتياجات خلال تلك الفترة مع الأخذ في الاعتبار ما يطرأ عليها من تغييرات داخل المؤسسة وهي البيئة المحيطة بها.

ويحتاج المخططون وهم بصدد التنبؤ بظاهرة ما إلى دراسة وتحليل الكثير من العوامل والمتغيرات البيئية كالاعتماد على السياسات الحكومية واتجاهات السكان واتجاهات النشاط الاقتصادي، فضلاً عن التعرف على المناخ العام للاستثمار وتحديد مدى التقدم والتطور التكنولوجي.

وتلجأ المؤسسات إلى إعداد تنبؤات لفترات قصيرة لا تزيد عن سنة أو متوسطة بين سنة وثلاث سنوات وطويلة الأجل أكثر من ثلاث سنوات.

ويوجد العديد من الأساليب التي يمكن إستخدامها في التنبؤ، ويمكن تقسيم هذه الأساليب إلى مجموعتين تشمل المجموعة الأولى الأساليب الوصفية وهي تعتمد على الإستفادة من آراء وخبرات ذوي العلم والمعرفة في مجال الظاهرة المطلوب التنبؤ بها، بينما تشمل المجموعة الثانية الأساليب الكمية والتي تعتمد على البيانات التاريخية المتوفرة عن الظاهرة في إكتشاف نمط سلوكها والتنبؤ به في المستقبل.

(١) د. علي لطفي ، التخطيط الإقتصادي ، دراسة نظرية وتطبيقية ، مكتبة عين شمس ، سنة ١٩٧٩ ، من ٢٤ .

٦- الموازنات التخطيطية:

الموازنة عبارة عن كشف يشتمل على تقدير المطلوب عمله من كافة إحتياجات المؤسسة خلال فترة زمنية معينة. وعادة ما تعد الموازنة التخطيطية لمدة سنة، وتتكون الموازنة العامة من ثلاث موازنات متكاملة هي:

١ - الموازنة النقدية: وتحتوى على بيان بالتقديرات الخاصة بقيم المقبوضات والمدفوعات النقدية، والفرض من إعداد هذه الموازنة هو أن تتعرف المنظمة على حالة السيولة لديها أى تتمرف على مركزها النقدى أثناء فترات الخطة.

ب - الموازنة العينية: تحتوى هذه الموازنة على بيان بالتقديرات الكمية بالوحدات سواء للسلع أو الخدمات التى تتعامل فيها المؤسسة وتشمل أعداد العاملين التى تحتاجهم المؤسسة خلال فترة الخطة .

ج - الموازنة المالية: ويتم فى هذه الموازنة ترجمة الأرقام الواردة فى الموازنة العينية السابقة فى صورة قيم يعبر عنها بوحدات نقدية، وتعتبر الموازنة فى هذه الحالة أداة لتحقيق التوازن بين قيم الموارد والإستخدامات بالمؤسسة سواء كان يتعلق ذلك بالعمليات الجارية أو العمليات الرأسمالية الإستثمارية، وللموازنات التخطيطية أهمية كبرى لأسباب عديدة أهمها ما يلى:

- تعتبر الموازنات التخطيطية أداة من أدوات التخطيط نظراً لأنها تترجم أهداف المؤسسة وسياستها فى صورة رقمية تعتبر ركيزة أساسية لسير العمل وإنتظامه.

- تعتبر الموازنة التخطيطية أداة من أدوات الرقابة، فهى تعتبر أداة لمتابعة نشاط المؤسسة لمعرفة مدى تقدمه ومدى مطابقته للخطة المرسومة.

● مقومات نجاح التخطيط،

حتى يحقق التخطيط أهدافه، فلا بد أن يكون تخطيطاً جيداً مبني على أساس علمي سليم، وقد أجمع الكثير من كتاب الفكر الإداري على وجود العديد من الشروط والعوامل التي تميز التخطيط الجيد، وتعد بمثابة دعائم أساسية يقوم عليها هذا التخطيط وتتمثل أهم هذه الشروط في الآتي:

- ١ - أن يكون للخطة أهداف واضحة ومحددة بحيث يفهمها ويقتنع بها معظم العاملين بحيث تتكاتف جميع الجهود وتسمى نحو تحقيقها بعد أن يعلنها المخطط ويشرحها لهم شرحاً وافياً.
- ٢ - أن تتميز الخطة بالبساطة والسهولة والواقعية بحيث تكون مفهومة تماماً لكل من يقوم بتنفيذها .
- ٣ - ضرورة مراعاة الدقة عبر تجميع البيانات التي يتم إستخدامها في إعداد التنبؤات التي تعتمد عليها الخطة، وكذلك بيانات إحتياجات المؤسسة من الموارد البشرية والمادية بحيث تكون هذه البيانات حقيقية وصحيحة وغير متقادمة^(١).
- ٤ - على المخطط أن يستمع الى وجهات نظر الأفراد المتوقع أن يقوموا بالإشراف على تنفيذ الخطة لكي يتعرف على وجهات نظرهم في الصعوبات المتوقع حدوثها إذا ما تم تنفيذ الخطة، وذلك حتى يتمكن من إتخاذ ما يلزم من إجراءات لمواجهة الصعوبات، فضلاً عن ضرورة إعطاء المرؤوسين الفرصة لتوجيه الأسئلة والتقدم بالمقترحات من الأسلوب الأمثل لتنفيذ الخطة^(٢).

(١) د. حازم الببلاوي ، دور الدولة في الإقتصاد، مكتبة دار الشروق، سنة ١٩٩٩ ، ص ٧٣ .

(٢) د. نادر أحمد أبو شيفة ، إدارة الموارد البشرية ، دار صفاء للنشر والتوزيع- صمان، سنة ٢٠٠٠ ، ص ١٧٨ .

٥- يجب أن يوضع للخطة توقيت زمنى محكم وذلك بالنسبة لكل مرحلة من مراحل الخطة بصفة مستقلة، كما يجب الربط الزمنى بين كل مرحلة وأخرى من مراحل الخطة.

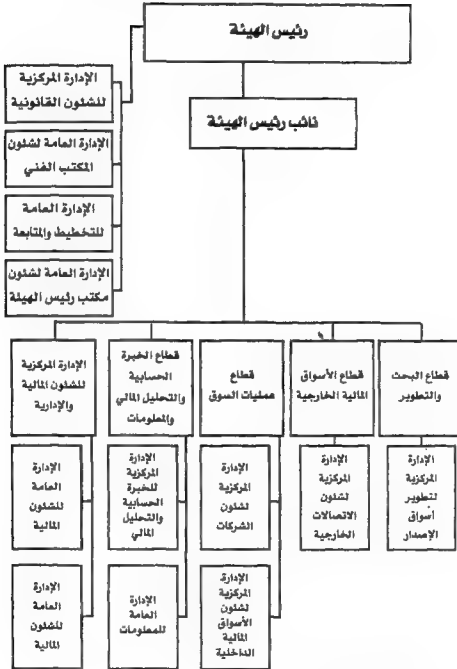
٦ - يجب تحقيق قدر من المرونة فى الخطة لمواجهة التغيرات المتوقعة، خاصة إذا كانت طويلة الأجل، حيث تزداد احتمالات حدوث التغيرات فى البيئة سواء داخلية أو خارجية.

٧ - ضرورة الإستغلال الكفء للموارد والإمكانات المتاحة، والإستفادة من الطاقة القصوى حتى يمكن تحقيق الترشيح، ويصبح الفاقد عند أقل حد ممكن.

٨ - يجب متابعة الخطة أثناء تنفيذها، بحيث يتم تقييم النتائج التى تتجم عن كل مرحلة لمواجهة ما قد يوجد فيها من سلبيات قبل أن يستفعل أمرها.

مما تقدم يتضح لنا أن مهمة التخطيط ووضع السياسات فى البورصة لابد أن تكون منوطة بالهيئة العامة لسوق المال، فالهيئة تقوم بدورها بتحديد الأهداف التى تسعى إلى تحقيقها ورسم السياسات الإدارية ووضع الإجراءات والبرامج الزمنية اللازمة لتحقيق هذه الأهداف، والتنبؤ ووضع الافتراضات لما يحتمل أن تكون عليه أسواق الأوراق المالية المصرية والعالمية فى المستقبل، والتكيف والإستعداد لمواجهة أى مخاطر أو طوارئ قد تهدد أداء البورصة فى المستقبل، وعموماً رسم السياسة العامة لسوق الأوراق المالية والتى تسترشد بها إدارة البورصة عند إتخاذها القرارات المتعلقة بالبورصة.

مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال



المصدر: الهيئة العامة لسوق المال

وقد قامت الهيئة العامة لسوق المال مؤخراً بالعديد من الإجراءات لتطوير وتحديث سوق الأوراق المالية ووضعه على طريق العالمية، وتتناول أهم هذه الإجراءات فيما يلي:

١- تطوير دليل للرقابة على عمليات التداول بالبورصة:

تقوم الهيئة بالتعاون مع مشروع تنمية الأسواق المالية الأمريكي بتطوير دليلاً إرشادياً للمعاملين المناط بهم عملية مراقبة التداول بالبورصة، وذلك على غرار ما هو متبع بالجهات الرقابية بالدول المتقدمة ويتضمن الدليل ثلاثة أقسام رئيسية هي:

- مراجعة المؤشرات التحذيرية لعمليات التداول بالبورصة من خلال مراجعة تداول مجموعات كبيرة من أوامر البيع والشراء الكبيرة، وعمليات التداول التي تجرى بعيداً عن السوق أو وجود حجم تداول غير مألوف أو حركة كبيرة في سعر الورقة، وتأتي دراسة ومراجعة هذه العمليات للتأكد من صحة هذه العمليات من عدمه.

- إجراءات للتحقيق في الإتجار بالمعلومات الداخلية ويتضمن ذلك إجراءات الإطلاع على التسلسل الزمني للأحداث عند إجراء تحقيق حول عملية الإتجار بالمعلومات الداخلية، هذا بالإضافة إلى الأسئلة الخاص بالإستجابات والتحقيقات

- إجراءات متابعة عمليات المضاربة على السوق والإجراءات التي تضمن كشف صور التلاعب بالسوق.

وسيساهم هذا الدليل بشكل كبير في رفع كفاءة الدور الرقابي للهيئة على عمليات التداول بالسوق.

٢- تطوير قاعدة بيانات الخبرة الحسابية:

قامت الهيئة بتطوير برنامج العلاقات النسبية بين بنود القوائم المالية المختلفة، وتطوير مؤشرات للتحليل المالي تساعد متخذ القرار، فضلاً عن تطوير نظام آلي لتوفير بيانات عن الشركات التي تطرح أسهمها

للإكتتاب العام مع إتاحة قدر من البيانات والمعلومات للمتعاملين في السوق من خلال موقع الهيئة على الإنترنت^(١).

٣- تنمية مهارات العاملين بأسواق الأوراق المالية،

من خلال التدريب الداخلى والخارجى قامت الهيئة بوضع مجموعة من البرامج التدريبية للعاملين لتنمية مهاراتهم وأهمها هى برامج الوساطة المالية، وبرنامج الترويج وتغطية الإكتتاب بالتعاون مع الوكالة الأمريكية للتنمية الدولية والأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، وبرنامج التحليل المالى ودراسة الجدوى، وبرنامج الإدارة العامة للمعلومات، وبرنامج تحليل الأوراق المالية بمعهد نيويورك للتمويل، فضلا عن المشاركة فى مجموعة ندوات عن التحكيم فى بعض المنازعات بمركز القاهرة الإقليمى للتحكيم التجارى الدولى.

٤- إعداد القواعد والإجراءات والنماذج الحاكمة لنشاط توريق الحقوق المالية،

صدر قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ٦٩٧ لسنة ٢٠٠١ بإضافة نشاط توريق الحقوق المالية إلى أنشطة الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية، ويقصد بنشاط التوريق تحويل قيمة الحقوق المالية غير القابلة للتداول والمضمون بأصول الى أوراق مالية قابلة للتداول، ويتم الإكتتاب فى هذه الأوراق عن طريق الطرح العام أو الخاص على أن يبين فى شروط الإصدار البيانات الكافية عن الممول وعلاقته بكل من الشركة المصدرة للأوراق المالية والمكتب فيها، وقد إستحدث قانون التمويل المقارى فى مجال شراء المقاربات آلية جديدة فى السوق المصرى، تساعد على تنمية الموارد اللازمة لمساندة نشاط التمويل العقارى، الذى يحتاج بحكم طبيعته الى مصادر تمويل طويلة الاجل لا تتوافر عادة فى البنوك سواء التجارية منها أو المتخصصة، وذلك من

(١) الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوى لسنة ٢٠٠١ ، ص ١٨ وما بعدها.

خلال نوع حديث من الشركات التي تعمل في مجال الأوراق المالية، بما يمكن من إعادة هيكلة الموارد المالية عن طريق تكوين محافظ من الأدوات والحقوق المالية وإصدار سندات في مقابلها، وتخضع الشركة التي تباشر نشاط التوريق للأحكام الواردة في القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية وما تضعه الهيئة العامة لسوق المال من قواعد وأحكام وشروط أخرى تؤخذ في الاعتبار، وعلى ذلك فالهيئة في سبيلها للإضطلاع بهذا الدور وإعداد القواعد والإجراءات والنماذج الحاكمة لهذا النشاط الجديد.

٥- التعرف على آراء المشاركين في سوق رأس المال بشأن قواعد القيد والشطب بالبورصة ودراستها تمهيداً لإصدارها،

بمراجعة مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال لمشروع قواعد قيد وإستمرار قيد وشطب الأوراق المالية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية، تم عرض هذا المشروع على مختلف الجهات المعنية لإستطلاع آراء المتخصصين، وبناء على ذلك فقد إقتترحت الهيئة إجراء تعديلات لبعض فقرات اللائحة تمت دراستها بمعرفة المختصين بالبورصة، ويجرى حالياً صياغة المشروع النهائي بالتنسيق بين الهيئة والبورصة تمهيداً لإقرارها من مجلس إدارة الهيئة.

٦- إصدار دراسة متكاملة من القواعد والإجراءات التي تطبق على معاملات المطلعين على المعلومات والأسرار الداخلية للشركات،

أعدت الهيئة دراسة متكاملة عن الإتجار بالمعلومات بالنسبة للمطلعين على المعلومات الداخلية وأسرار الشركات، وذلك بهدف توضيح هذا المفهوم وتحديد أنواع المعاملات التي يمكن أن يقوم بها المطلعين على المعلومات الداخلية، ومدى قانونيتها وكذلك أسلوب تطوير الرقابة والمتابعة على عمليات المتاجرة بواسطة المطلعين على المعلومات الداخلية، وقد توصلت الدراسة إلى أن هذه المخالفة غالباً ما تتم من جانب المطلعين على المعلومات الداخلية في عمليات شراء أو بيع الأوراق

المالية للشركة المصدرة خلال فترة معينة، حيث يمتلك المستثمر خلال هذه الفترة معلومات جوهرية هامة غير معلنة للعامة تتعلق بهذه الأوراق المالية، يحتفظ بها أو يقوم بتسريب أو نشر هذه المعلومات بحيث يقوم السمسار المنفذ أو الذي إطلع على هذه المعلومات بخرق القواعد القانونية القائمة أو بالاستفادة من هذه المعلومات في تحقيق مصالح معينة لشخصه أو لمن يتعامل معه، وتكون الحقيقة أو المعلومة غير عامة في حالة عدم إتباع الإجراءات أو الخطوات اللازمة لنشرها بجميع أطراف السوق في نفس الوقت، وقد أوصت الدراسة بفرض إجراءات رقابية على المطلعين على أسرار الشركة بإعداد قوائم بوظائف جميع المطلعين على أسرار الشركة والمصادر المعلوماتية الأخرى المتاحة، وإجراء مراجعة لجميع عمليات التداول، للبحث عن احتمال وجود عمليات تثار عنها الشكوك، وعلى المحلل أو المراقب أن يقوم بملاحظة جميع العمليات التي يقوم بها أي من هؤلاء المقيدة أسمائهم بقائمة المطلعين على أسرار الشركة، وكذلك تلك العمليات المرتبطة بأي شكل من الأشكال بمعاملات مربية مهما كبر حجمها أو صغر مع إعتبار أي عملية تداول تمت مباشرة قبل الإعلان عن أخبار أو حقائق جوهرية من قبل الشركة تدخل في دائرة الشكوك^(١).

٧- دعم شركات المتاجرة في السندات :

وضعت الهيئة العامة لسوق المال عدة شروط يجب توافرها في الشركات الراغبة في ممارسة هذا النوع من النشاط منها ألا يقل رأسمالها عن عشرة ملايين جنيهًا مصريًا، وتواهر الخبرة الفنية اللازمة، إلى جانب مراقبة حسابات مثل هذه الشركات بواسطة مكاتب محاسبية ذات سمعة جيدة وقد منحت الهيئة العامة لسوق المال ترخيصًا لشركتين بممارسة نشاط المتاجرة في السندات، وهذا الإجراء من شأنه إنعاش

(١) الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوي لسنة ٢٠٠١ .

سوق السندات والسماح بظهور صانع السوق فى هذا المجال، وإيجاد طلب جديد على السندات بما يعنى دعم هذا النوع من الإصدارات، ولشركات المتاجرة فى السندات دور مهم لتسويق السند وتوسيع قاعدة المستثمرين فى هذا المجال، وقد شهدت الأسواق المتطورة وجود شركات متخصصة لكل نوع من أنواع السندات المختلفة، ولكن مع محدودية سوق السندات المصرى فلا مانع من أن تتاجر الشركة فى جميع أنواع السندات، فضلاً على أن وجود شركات المتاجرة سوف يشجع سوق السندات على التطوير المستمر، مع أهمية أن يكون لدى هذه الشركات رأس مال كبير يجعلها قادرة على إقتناء السندات والقدرة على المتاجرة فيها^(١).

وما زالت السندات الحكومية هى الأكثر قبولاً من جانب المؤسسات، خاصة شركات التأمين والبنوك، حيث تبلغ إستثمارات هذه المؤسسات فى السندات الحكومية ٣٠٪ وهو ما يتطلب ضرورة وجود سوق للسندات غير الحكومية لتمويل المشروعات الكبرى، وهذه المشروعات تحتاج إلى تمويل طويل الأجل لا تستطيع البنوك تنفيذه لأن هيكل الإيداعات بالبنوك قصير الأجل بنسبة كبيرة، لذلك كان لا بد من دعم شركات المتاجرة فى السندات لتمويل المشروعات الكبرى.

٨- إنشاء صندوق ضمان التسويات:

لتحقيق المزيد من كفاءة سوق رأس المال بدأ فى يناير ٢٠٠١ عمل صندوق ضمان التسويات، وذلك إنطلاقاً من سياسة تطوير الإطار القانونى لسوق رأس المال الذى يستهدف التطبيق الفعال للمعايير الدولية فى التعامل فى أسواق الأوراق المالية، وذلك من خلال إستحداث مجموعة من الأدوات والوسائل والنظم من شأنها وضع نظام للتعاملات التى تتم فى السوق بشكل يجمع بين الدقة والسرعة وضمان تنفيذ التسويات فى توقيتاتها المحددة وفق النظام الموضوع لتنفيذها.

(١) نيلة أبو المز، تاجر السندات أصل خبراء السوق، الأهرام الإقتصادى، البورصة المصرية عدد ١٦٠، ٥ يونيو سنة ٢٠٠٠، ص ١٦٠.

ويشترك في عضوية صندوق ضمان التسويات جميع شركات السمسرة المرخص لها بإتمام عمليات التسويات نيابة عن عملائها والمؤسسات الأخرى المرخص لها بعضوية نظام المقاصة والتسوية، ويستهدف الصندوق بصورة أساسية إلغاء المخاطر المترتبة على عدم التسويات النقدية وتسليم الأوراق المالية أو ما يحل محلها في المواعيد المحددة من خلال ضمان تسلم بائع الأسهم مستحقاته النقدية وضمان تسلم مشترى الأسهم ما يفيد ملكيته للأسهم المشتراة، وذلك من خلال تنطية الصندوق لهذه الحالات، ويلتزم جميع المشاركين في الصندوق بفتح حسابات منفصلة لدى الصندوق يتم من خلالها سداد إسهاماتهم في الصندوق، والتي يتم تحديدها بمراعاة المتوسط اليومي لحجم تعامل المشاركين في الصندوق خلال ثلاثة أشهر سابقة، وبمراعاة عدد الأيام المحددة للتسوية، ومعاميل مخاطره يحقق أهداف الصندوق في إلغاء المخاطر المترتبة على عدم وفاء الأعضاء بالتزاماتهم للتسوية خلال المواعيد المحددة^(١).

ويكون على جميع الأعضاء في بداية عمل الصندوق سداد ٥٠% نقداً على الأقل من قيمة إسهاماتهم، يمكنهم سدادها على أقساط خلال الأشهر الثلاثة الأولى من بداية عمل الصندوق، ويتولى كل عضو من أعضاء الصندوق سداد حصته خلال خمسة أيام عمل من تاريخ تسلمه إخطار بالمطالبة من إدارة الصندوق، ويماد حساب حجم التأمين اللازم للصندوق كل ثلاثة أشهر، ويتم بناء على ذلك تعديل حصص إسهامات الأعضاء في الصندوق، أما بالزيادة فيكونون مطالبين بسداد ما عليهم من مبالغ للصندوق أو أن يكون لهم الحق في إسترداد ما لهم من أموال طرف الصندوق تزيد على حجم الإسهامات المطلوبة منهم.

(١) د. محمد البخشونجي، سوق المال، خطة لتطوير البورصة في الألفية الجديدة، مرجع سالف الذكر، ص ٤٢ وما بعدها.

٩. الإنتهاء من إعداد المسودة النهائية لمشروع قانون مزاوله مهنة المحاسبة،

يعتبر مشروع القانون المعروض والمعد من قبل نقابة التجاريين وجمعية المحاسبين والمراجعين المصرية بعد إدخال بعض التعديلات عليه طبقا لوجهة الجهاز المركزي للمحاسبات، والتي قامت الحكومة خلال سنة ٢٠٠١ بالإنتهاء من إعداد المسودة النهائية له، وتم طرحها للمناقشة العامة تمهيدا لإتخاذ إجراءات إصداره من مجلس الشعب، يعتبر هذا القانون خطوة جيدة نحو تنظيم المهنة والإرتقاء بها، وقد تم مراجعة القانون من قبل المختصين في الهيئة العامة لسوق المال التي أبدت عدة ملاحظات تقترح تضمينها للمشروع، وهي تتعلق بشروط ممارسة مهنة المحاسبة والمراجعة، كما سبق للهيئة أن إقترحت إستحداث مادتين من مواد العقوبات، وجارى دراسة هذه الملاحظات تمهيدا لإتخاذ إجراءات إستصدار القانون.

١٠- الإعداد لإصدار قرار بإنشاء صندوق حماية المستثمر،

تم الإنتهاء من إعداد مشروع قرار رئيس مجلس الوزراء الخاص بإنشاء صندوق حفاية المستثمر على أن تتولى الهيئة الإشراف عليه وإصدار اللوائح الخاصة به، وتكون عضوية الصندوق لشركات السمسرة فى الأوراق المالية وشركات التعامل والوساطة والسمسرة فى السندات وشركات إدارة محافظ الأوراق المالية وأمناء الحفظ، وقد تم تحديد المخاطر التى يغطيها الصندوق وهى:

- إفلاس العضو.

- خطأ العضو والذى يكون سببا فى تعرض العميل لخسارة مالية.

- كل ما يراه الصندوق أن يدخل فى نطاق عمله.

كما حدد مشروع القرار كيفية تشكيل مجلس إدارة الصندوق واللجان المنبثقة منه، ومساهمة كل عضو من أعضاء الصندوق فى تمويله وإستخدامات هذه الأموال وسياسة استثمارها، ويتم مراقبة نشاط

الصندوق من خلال تقارير دورية تقدم لرئيس مجلس الوزراء والهيئة والأعضاء والجمهور وتتضمن هذه التقارير المراجعة السنوية الصادرة عن مكتب محاسبة مقبول لدى الهيئة، وأعطى مشروع القرار للمميل المتضرر الحق في الطعن في القرار الصادر من الصندوق خلال عشرة أيام من استلامه للقرار.

١١- **اضطلاع الهيئة بدورها في الإشراف والرقابة على المؤسسات ذاتية التنظيم،** تولى الهيئة اهتماما خاصا بالرقابة والإشراف على المؤسسات الرئيسية التي تسهل عملية تداول الإستثمارات بسوق رأس المال خاصة بورصة الأوراق المالية وشركة مصر للمقاصة والتسوية والعفظ المركزي، وذلك للتأكد من إتمام صفقات التداول بالكفاءة والسرعة المطلوبة، وكذلك إتمام عمليات التسوية والعفظ في المواعيد المقررة بما يوفر الثقة والإطمئنان لكافة المتعاملين بالسوق، كما تهتم الهيئة بتفعيل دور المؤسسات ذاتية التنظيم حتى تساهم في توجيه وتطوير ممارسات الشركات العاملة في سوق رأس المال، خاصة الجمعية المصرية للأوراق المالية والجمعية المصرية لإدارة الإستثمار وجمعية السماسرة.

١٢- **التخطيط لتنمية العلاقات مع الأسواق والمؤسسات الإقليمية والدولية،** في ظل تزايد الإتهاج نحو تحرير أسواق رأس المال العالمية والتدفق المستمر لرؤوس الأموال عبر الحدود، تتعاظم أهمية التعاون الدولي للتوصل إلى معايير عالمية موحدة للتطبيقات والقواعد والإجراءات المتبعة في أسواق رأس المال المختلفة، وكذلك تسهيل تدفق المعلومات بين الدول وبعضها، وبما يكفل توفير الحماية الملائمة للإستثمارات الدولية وكذلك الرقابة الفعالة على التعاملات في الأسواق، ومن ناحية أخرى تهدف الهيئة من خلال التعاون الدولي والإقليمي إلى التعريف الجيد ونشر المعلومات الصحيحة عن السوق المصري بحيث يوهز مناخ

من الثقة فى السوق المصرى كسوق واعدة وجاذبة للإستثمارات الدولية والإقليمية وبما يؤدى لتبوأ السوق المصرى المكانة الملائمة على الصعيدين الدولى والإقليمى، ومن أهم أمثلة التعاون الدولى، الإعداد والتخطيط لبرنامج تقييم النظام المالى فى مصر، والذى سيتم من خلال لجنة مشتركة بالتعاون مع البنك الدولى وصندوق النقد الدولى، وتوقيع الهيئة مع شركة الفايبنشال تايمز/ بورصة لندن، عقداً لتصميم ومراجعة ونشر مؤشر سوق المال فى أواخر عام ٢٠٠٠ ويجرى حالياً متابعة الأعمال التى إلتزمت الشركة بتنفيذها فى مواعيدها المقررة حسب الإتفاق.

١٣- التعاون مع المشروع الأمريكى والمشروع الإنجليزى،

عقدت الهيئة إتفاقيات للتعاون الثنائى مع عدة مصادر تمويل مختلفة يتم متابعة تنفيذ برامجها حسب جداولها الزمنية، كما هو الحال بالنسبة للمشروع الأمريكى لتنمية الأسواق المالية والذى حقق بالتعاون مع الهيئة الأنشطة الخمسة الرئيسة للخطة الموضوعية على النحو التالى:

- التطوير والتدريب.
- تكنولوجيا المعلومات.
- النشاط القانونى والتشريعات.
- الأدوات المالية الجديدة.
- الإعلام واكتساب ثقة الجمهور وتدريب الصحفيين.

كذلك الحال بالنسبة لبرنامج المعونة الإنجليزية الذى قدم معلومات وفيرة عن الخبرة الإنجليزية فى عدة مجالات مثل، الترويج، الرقابة على صناديق الإستثمار الخاصة، الرقابة على المقاصة، إدارة الشركات، السندات المرهونة بأصول، وإتاحة الفرصة لزيارة عدد من الخبراء البريطانيين للقاهرة وتقديم تقارير عن الإشراف والرقابة، والمنظمات

ذاتية التنظيم، كما تم إعداد دراسات تفصيلية عن صناديق الإستثمار حيث تم إعداد تقرير عن أهم أنواع صناديق الإستثمار الجديدة التي يمكن تقديمها للسوق المصري، وإعداد أدلة عمل للتفتيش والرقابة والمتابعة لمديري صناديق الإستثمار ولقطاع الخبرة الحسابية بالنسبة للتقارير المالية الخاصة بالصناديق، وأخيراً تنفيذ برنامج تدريبي للمعاملين بالهيئة بالنسبة لممارسات صناديق الإستثمار.

١٤- التخطيط للتعاون العربي في إطار اتحاد البورصات وهيئات أسواق المال العربية،

أ- البورصة العربية الموحدة،

إنطلاقاً من حرص الهيئة على تحقيق التكامل الإقتصادي العربي تبنت الهيئة مشروع إنشاء البورصة العربية الموحدة لتكون نواة لقيام كيان مالي عربي، حيث تقدم رئيس مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصرية بمشروع إنشاء البورصة العربية وعرض هذا الإقتراح على الإتحاد في دورته الحادية والعشرون في يناير ٢٠٠١ بأبوظبي، وتم إعداد مذكرة حول الإطار التشريعي والتنظيمي والآليات الفنية والضوابط والمعايير الخاصة بالأوراق المالية المعروضة بهذه البورصة، وتمت الموافقة بعد ذلك على إنشاء البورصة العربية وتم تشكيل لجنة لدراسة النواحي الفنية لتنفيذ المشروع والتي إنتهت من تقديم مشروع قرار إنشاء البورصة العربية، حيث يتم حالياً إستكمال الخطوات التنفيذية لإنشاء البورصة العربية الموحدة .

ب- الشبكة العربية للأسواق المالية،

فيما تعد مرحلة جديدة من مراحل العمل الإقتصادي العربي المشترك، جرى حالياً تطوير الشبكة العربية للأسواق المالية والتي تهدف إلى فتح الأسواق المالية العربية على بعضها البعض، وتوفير البيانات والمعلومات من عمليات التداول اللحظية في البورصات العربية، والإفصاح عن الشركات المدرجة في الأسواق العربية، وأخبار الأسواق

والأخبار الإقتصادية والتحليلات المالية الأخرى، وكذلك تقديم خدمات التراسل بين شركات المقاصة والإيداع فى البورصات المشتركة ونقل الأوراق والطلبات بين الوسطاء من خلال الشبكة، وتقوم الهيئة بتوفير المعلومات والبيانات عن السوق المصرى لمرضاها من خلال هذه الشبكة.

١٥- التخطيط لتدعيم دور المؤسسات المالية غير المصرفية؛

تبدى الهيئة إهتماما خاصا بتعزيز دور المستثمر المؤسسى فى سوق الأوراق المالية، وذلك بسبب سيطرة تعاملات المستثمرين الأفراد (وغالبيتهم من غير المحترفين) على عمليات التداول فى البورصة، حيث يمثل تعاملهم حوالى ٧٠٪ من جملة التعامل المحلى على حين تبلغ تعاملات المؤسسات حوالى ٣٠٪ فى المتوسط، فى حين يتسم التعامل فى معظم أسواق الأوراق المالية المتقدمة والصاعدة بإرتفاع نسبة الإستثمار المؤسسى فيها حيث تمثل حوالى ٦٠٪ فى المتوسط بينما تمثل إستثمارات الافراد فيها حوالى ٤٠٪ فى المتوسط.

وقد قامت الهيئة خلال عام ٢٠٠١ بإعداد العديد من الدراسات والبرامج لتعزيز دور المستثمر المؤسسى وانتهت فيها إلى التوصيات الآتية:

- زيادة الإهتمام بتعميق دور المستثمر المؤسسى وخاصة المؤسسات المالية غير المصرفية وصناديق معاشات القطاع الحكومى وقطاع الأعمال الخاص والصناديق الخاصة، بشرط أن يتم تكوين المحافظ من مزيج من الأسهم والسندات بنسب تساعد على إستعادة ثقة المؤسسات وتحجيم المخاطر فى المراحل الأولى، مع مراعاة البعد عن الإستثمار فى أسهم المضاربة والتركيز على الأسهم القائدة.

- أن يتولى إدارة أموال هذه المؤسسات شركات خاصة محترفة فى إدارة محافظ الأوراق المالية على أن يشارك فى تأسيس هذه الشركات مع القطاع الخاص المؤسسات المالكة للأصول التى ستتاح للإستثمار، وأن يشارك مديرو المحافظ بنسبة معينة فى رأس المال لضمان الإهتمام بحسن الإدارة وتعميم المائد.

- أن يتم تشكيل لجنة من الخبراء للإشراف والمتابعة لمحافظة الأوراق المالية للمؤسسات، مع عدم تدخل اللجنة في عمل مديري المحافظ بل تتابع أدائهم، وتؤكد من الإلتزام بالضوابط والشروط الموضوعية للسياسات الإستثمارية للمحافظ.

وتتبقى لإتمام العملية الإدارية على الوجه الأمثل بعد تحديد الأهداف والتخطيط ووضع السياسات لتحقيق هذه الأهداف، تبقى حرية إتخاذ القرار وضرورة تحمل نتائجه وهو ما سنفرده له المبحث الثالث من هذا الفصل.

المبحث الثالث

حرية اتخاذ القرار وضرورة تحمل نتائجه

اتخاذ القرار هو أهم محرك لبورصة الأوراق المالية، كما هو الشأن بالنسبة لجميع المؤسسات والهيئات الاقتصادية الأخرى، وفي هذا المبحث نتناول في شقه الأول تعريف عملية اتخاذ القرار وخطوات هذه العملية، وأنواع القرارات بصفة عامة، ثم في الشق الثاني نتناول حرية اتخاذ القرار في البورصة وضرورة تحمل نتائجه.

البند الأول، ماهية اتخاذ القرار

١- تعريف عملية اتخاذ القرار:

هي استخدام بعض المعايير الموضوعية لإختيار بديل ما، من بين بديلين محتملين أو أكثر، كما تمثل عملية اتخاذ القرار جوهر ولب عملية الإدارة^(١)، فلا يمكن تصور قيام المدير بأى وظيفة من وظائف الإدارة دون إتخاذها للعديد من القرارات الإدارية.

ونجاح المدير في إتخاذ القرارات يتوقف على الكفاءة في صنع القرار، وفي هذا الصدد فإن الأمر يتطلب ضرورة التفرقة بين كل من مضمون صنع القرار، وإتخاذ القرار، حيث يقصد بصنع القرار مختلف المراحل التي يمر بها القرار بدءاً من تحديد المشكلة وإنهاءً بتحديد أفضل

(١) د. أحمد على جبر، السلوك التنظيمي، مكتبة عين شمس، سنة ١٩٩٥، ص ٢٥٢ وما بعدها.

الحلول لتلك المشكلة، ويمثل ذلك موضوع القرار، بينما يقصد باتخاذ القرار، المرحلة الأخيرة، تلك التي تتعلق بإختيار أحد البدائل المتاحة لحل المشاكل^(١)، وعلى ذلك فإن الأمر يتطلب ضرورة التفرقة بين مصطلحين أساسيين مرتبطين بعمليتي صنع وإتخاذ القرار ويتمثل هذان المصطلحان فيما يلي:

أ- **صناع القرارات:** وهم الأشخاص الذين يقومون بتجميع وتحليل كافة البيانات والمعلومات المختلفة وإستخلاص المؤشرات والحقائق المختلفة منها، ومن خلال ذلك يمكنهم الوصول إلى مشروع قرار أو توصية بالقرار المطلوب إتخاذه.

ب- **متخذو القرارات:** وهم الأشخاص الذين يكون بيديهم سلطة إتخاذ القرار ويكونوا بالتالي مسئولين عن مدى سلامته أمام العامة والخاصة.

٢- أنواع القرارات :

تتمدد أنواع القرارات التي يتخذها المديرون، ويمكن تصنيف هذه القرارات إلى ثلاثة مجموعات على النحو التالي:

أ- أنواع القرارات وفقاً لوظائف الإدارة :

ترتبط القرارات بالوظائف الادارية التي يمارسها المديرون بحيث يمكن التمييز بين الأنواع التالية من القرارات:

- **القرارات الخاصة بوظيفة التخطيط:** تتمدد القرارات الخاصة بعمليات التخطيط ومن أهمها القرارات الخاصة بالاهداف، والسياسات، والقواعد، والإجراءات، والبرامج الزمنية اللازمة لسير العمل - وغير ذلك من القرارات التخطيطية .

- **القرارات الخاصة بوظيفة التنظيم:** ومن أهمها القرارات الخاصة بتحديد شكل الهيكل التنظيمي وطرق وأسس التنظيم المختلفة، وبيان نوع الأنماط السائدة في هذا الهيكل، ... وغير ذلك من القرارات التنظيمية.

(١) د. أحمد محمد غنيم، أصول الإدارة، جامعة المنصورة، مكتبة كلية التجارة، سنة ١٩٩٦، ص ١٢٤ .

- **القرارات الخاصة بوظيفة التوجيه:** مثل القرارات الخاصة بإرشاد المرؤسين في تنفيذ الأعمال الموكولة إليهم، وتحديد أنواع وشكل الاتصالات ووسائلها المختلفة وكيفية رفع الروح المعنوية عند المرؤسين ... وغير ذلك من القرارات الخاصة بوظيفة التوجيه.

- **القرارات الخاصة بوظيفة الرقابة:** مثل القرارات الخاصة بتحديد المعايير أو المقاييس الرقابية، وقياس النتائج أو تصحيح الإنحرافات، وكذلك تحديد أدوات الرقابة وأساليبها المختلفة ... وغير ذلك من القرارات الرقابية.

ب- أنواع القرارات وفقاً للشكل :

ومن حيث الشكل فإنه يمكن التمييز بين الأنواع التالية من القرارات:

- **القرارات الأساسية والقرارات الروتينية:** تتمثل القرارات الأساسية في القرارات الإستراتيجية وهي قرارات غير متكررة أو تتكرر بعد فترات متباعدة ترتبط بالأجل الطويل وتهتم بمعالجة المشكلات المعقدة، أما القرارات الروتينية فهي تواجه المواقف المتكررة ولا تحتاج إلى تفكير طويل مثل قرار تحديد صرف الملاوة الدورية.

- **القرارات الصريحة والقرارات الضمنية:** القرار الصريح هو الذي يتم الإفصاح عنه بطريقة واضحة في المؤسسة بينما القرار الضمني هو قرار محسوس ومدرك وإن لم يصرح به، مثل أن يستفاد من مسلك مدير معين في شغل الوظائف الشاغرة بالترقية من الداخل، فيعتبر ذلك سياسة ضمنية في التوظيف.

- **القرارات المكتوبة والقرارات الشفهية:** يصدر القرار الأول في صورة مكتوبة بينما يعتمد النوع الثاني من القرارات على الكلمة المنطوقة وليست المكتوبة، ويمكن للقرار الشفوي أن يكون صريحاً أو ضمناً.

ج- أنواع القرارات وفقاً لوظائف الوحدة أو المؤسسة:

يتخذ المديرون الكثير من القرارات المتعلقة بالوظائف الأساسية للمؤسسة حيث يمكن التمييز بين الأنواع التالية من القرارات:

• **القرارات الخاصة بوظيفة التمويل:** مثل القرارات بتحديد الهيكل المالي ومقدار رأس المال، ومصادر الحصول على الأموال وشروط الإئتمان، وأسس توزيع الأرباح.

• **القرارات الخاصة بوظيفة الإنتاج:** مثل نوع التكنولوجيا المستخدمة، وسياسات الإنتاج ومواقع فروع المؤسسة.

• **القرارات الخاصة بوظيفة شئون العاملين:** مثل القرارات الخاصة بتحديد مصادر الحصول على القوة العاملة، وسياسات الإختيار، والتدريب، والتعيين، والحوافز، والترقيات... وغير ذلك من القرارات الخاصة بوظيفة شئون العاملين.

٣- خطوات عملية إتخاذ القرارات:

لما كانت عملية إتخاذ القرارات هي عملية الاختيار بين أساليب العمل البديلة^(١)، وحيث يجب إتباع الأسلوب العلمي في إتخاذ القرارات حتى تصبح القرارات المتخذة فعالة ورشيدة، ولتحقيق ذلك فإن الأمر يتطلب ضرورة إتباع الخطوات التالية:

أ- **تشخيص المشكلة:** تتعلق هذه الخطوة بالتعرف على حقيقة المشكلة التي يواجهها متخذ القرار، وهل هي مشكلة ذات صبغة حيوية تتعلق بشئون التخطيط مثلاً أو برسم السياسات الإدارية أم مشكلة روتينية تقتصر بالعمل اليومي، وعلى متخذ القرار أن يجري لقاءات مع المتخصصين بالمؤسسة ذوى الصلة بهذه المشكلة، كي يتمكن من وضع يده على حقيقتها وتشخيصها تشخيصاً سليماً.

ب- **تحديد البيانات والمعلومات اللازمة وتحليلها:** وتتعلق هذه الخطوة بتحديد قدر مناسب من البيانات والمعلومات والحقائق عن الحالة المعروضة وما يرتبط بها من ملابسات، ويلاحظ في هذا الصدد أن

(١) د. أحمد علي جبر، السلوك التنظيمي، مكتبة عين شمس، سنة ١٩٩٥، ص ٣٥٣ وما بعدها.

البيانات تختلف من مشكلة لأخرى، الأمر الذي يتطلب ضرورة توفير البيانات لكل مشكلة على حدة، فضلاً عن ضرورة مراجعة هذه البيانات والمعلومات للتأكد من عدم وجود تعارض بينها وأيضاً التأكد من ارتباطها بالمشكلة، ثم بعد ذلك تستخلص منها النتائج التي تدل عليها.

ج- تحديد الحلول البديلة واختيار أفضلها: من خصائص المشكلة أن تتعدد وتختلف الآراء الخاصة بملاجها، لهذا فإنه قد توجد للمشكلة الواحدة أكثر من حل، ويمثل كل حل بديل، على متخذ القرار أن يسعى إلى تحديده تحديداً واضحاً، كما أن عليه أن يستخدم الكثير من الأساليب العلمية التي تمكنه من إكتشاف هذه البدائل وتمييزها، كأساليب بحوث العمليات والدراسات العلمية، وعلى متخذ القرار في هذه المرحلة أن يقوم بتحديد المزايا والعيوب الخاصة بكل بديل على حدة، ثم عليه أن يقارن ويفاضل بين هذه البدائل، ويفضل في ضوء تلك المقارنة البديل الذي يحقق منافع أكثر للمؤسسة .

د- تنفيذ ومتابعة القرار: لابد من وضع القرار موضع التنفيذ بإبلاغه للمعنيين بأمره حتى يحاط الجميع به علماً وليلتزم كل منهم بمضمونه فور صدوره، كما تتطلب هذه المرحلة شرح وتفسير القرار للقائمين بتنفيذه وتتطلب أيضاً ضرورة المتابعة المستمرة للقرار من خلال المقارنة بين النتائج الفعلية للقرار والغايات المستهدفة منه بقية التعرف على نواحي النقص والضعف في القرار للعمل على تعديله بما يتلائم مع تحقيق أكبر قدر ممكن من الكفاءة في العمل^(١).

٤- ظاهرة التردد في اتخاذ القرار:

تعتبر هذه الظاهرة من أخطر الظواهر التي يواجهها متخذوا القرارات بالمؤسسات المختلفة، وتعنى هذه الظاهرة عدم استخدام من لهم سلطة

(١) د. أحمد محمد غنيم ، أصول الإدارة ، مرجع سالف الذكر ، ص ١٢١ .

إتخاذ القرار هذه السلطة فى الأغراض التى وجدت من أجلها، حيث يرجئون البت فى حل المشكلات أو يتهربون من مواجهتها، مما يؤدى إلى تزايد وتضاعف أضرار هذه المشكلات^(١)، وتوجد العديد من الأسباب التى تؤدى إلى وجود هذه الظاهرة منها:

- عدم توفير المعلومات الكافية عن الموقف أمام متخذ القرار.
- تعارض المعلومات المتوفرة عن الموقف أمام متخذ القرار.
- عدم ثقة بعض متخذى القرار فى مصادر المعلومات المتوفرة.
- خوف بعض متخذى القرار من تحمل مسئولية الفشل إذا تم إتخاذ قرار خطأ.
- نقص تدريب بعض متخذى القرار على عملية إتخاذ القرار.
- عدم وضوح نصوص القوانين واللوائح التى تحكم إتخاذ القرارات فضلاً عن كثرة التعليمات بدرجة تجعل متخذ القرار يتردد فى إتخاذ القرار.
- عدم وضوح إختصاصات متخذ القرار.
- زيادة الضغوط من جانب الرؤساء أو الرأى العام على بعض متخذى القرار.
- أهمية القرار بدرجة كبيرة وتحريكه للأحداث.
- عدم مساهمة البدائل المطروحة للعمل فى تحقيق الأهداف التى يسمى إلى تحقيقها متخذ القرار.

(١) د. أحمد محمد غنيم : أثر العوامل المؤثرة فى المستوى الإدارى بالمنظمات الصناعية فى تحديد الأهمية النسبية للعوامل المؤثرة على تردد المديرين فى إتخاذ القرارات، المجلد المصرى للإدراسات التجارية ، جامعة المنصورة ، كلية التجارة ، المجلد الثانى عشر، العدد الخامس، سنة ١٩٨٨، ص ٢٠ وما بعدها.

البند الثانى ، حرية إتخاذ القرار فى البورصة وضرورة تحمل نتائجها:

لاتخاذ القرار فى البورصة أهمية كبرى،مثله مثل إتخاذ القرارات فى باقى الهيئات الإقتصادية الحيوية، قد يؤدى إلى التأثير المباشر على التنمية الإقتصادية بالسلب أو الإيجاب حسب أهمية القرار وتوقيتته وتنفيذه وحسب صحته أو خطأه.

وكما إتضح لنا فى البند السابق فإن متخذ القرار قد يتردد فى إتخاذ القرار لأسباب عديدة ومتنوعة، وهو الأمر المرفوض تمامًا خصوصًا مع مرفق حيوى كسوق الأوراق المالية الذى يتأثر بالقرارات الإدارية بدرجة سريعة وكبيرة، كما يتأثر بالتوقيت أكثر من أى مرفق آخر،وبالتالى فتأخر إتخاذ القرار لحظات قد يكون له آثار سلبية كبيرة على سوق الأوراق المالية ككل، وبالتالى يجب أن تكون هناك مساحة كبيرة من حرية إتخاذ القرار لمسئولى هذا السوق حتى تتحقق المرونة والإنضباط فى نفس الوقت،ومع هذه الحرية وبالتالى تكون هناك مسئولية تحمل نتائج القرارات، ولتحقيق ذلك يجب توفير المناخ الملائم الذى يساعد متخذ القرار على إصدار القرار الملائم فى التوقيت المناسب، ويتوافر ذلك بتحقيق الآتى:

أولاً: وضوح إختصاصات متخذ القرار وذلك عن طريق إعادة صياغة العلاقة بين الهيئة العامة لسوق المال وبورصة الأوراق المالية حتى يكون لكل عمل ونشاط فى البورصة مُرجع واحد محدد وم معروف قانونًا، وبالتالى يكون المتعامل فى سوق الأوراق المالية على دراية تامة عن جهات إتخاذ القرار بتحديد دور كل منهما بحيث تكون الرقابة المباشرة فى يد الهيئة العامة لسوق المال وتتحول البورصة بالفعل إلى سوق يديره ويأخذ القرارات الأساسية فيه مجلس إدارة البورصة ويختص بالمبادرة بوضع القواعد التى تحكم أعمال البورصة وهى ثلاث قواعد أساسية: قواعد العضوية وقواعد التداول وقواعد القيد والشطب، وذلك تحت إشراف ورقابة الهيئة العامة

سوق المال، بعد تأكيد مبدأ إستقلالها بما لها من خصوصية وطبيعة خاصة تتطلب أن يكون لها طبيعة قانونية مختلفة عن الهيئات العامة المعروفة في القانون^(١).

ثانياً: ضرورة وجود إدارة متخصصة تكون مهمتها الأساسية إمداد متخذوا القرار بالمعلومات الكافية واللازمة لإتخاذ القرار في الوقت المناسب، وقد تم إنشاء عدة إدارات حديثة بالبورصة، منها إدارة الإفصاح للإضطلاع بهذا الدور فضلاً عن توفير المعلومات للمستثمرين والمتعاملين في سوق الأوراق المالية.

ثالثاً: ضرورة التحديد الواضح لنصوص القوانين واللوائح التي تحكم إتخاذ القرارات في سوق الأوراق المالية بحيث لا يكون لها أكثر من تفسير وقد تم بالفعل الإنتهاء من إعداد مشروع تعديل قانون سوق الأوراق المالية، وفي إنتظار عرضه على مجلس الشعب ليكون القانون الموحد الذي يحكم سوق الأوراق المالية ويسد الثغرات التي ظهرت أثناء تطبيق القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

رابعاً: إعداد دورات تدريبية في مراكز التدريب المتخصصة لمتخذى القرارات والمتعاملين في البورصة، وذلك لتنمية مهاراتهم على عملية إتخاذ القرار ووضع موضع التنفيذ.

خامساً: ضرورة الإستعانة بخبراء البورصات العالمية في تطوير أداء بورصة الأوراق المالية والقائمين عليها والمتعاملين بها بما يتماشى مع التطور في البورصات العالمية، وبما يتلائم في نفس الوقت مع البورصة المصرية والمناخ الإقتصادي الموجودة فيه، بحيث يستفيد متخذى القرار بخبرات الخبراء الواسعة في هذا المجال والذي غاب عن مصر لسنوات طويلة منذ قرارات التأميم وحتى العقد الماضي.

(١) د. زياد بهاء الدين، مؤلتر مستقبل الاقتصاد المصري في ظل ممارسة أساليب سلطات الإدارة الرشيدة ، الجمعية المصرية للأوراق المالية بالتعاون مع وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية، الإرياء ٢٤/١٠/٢٠٠٠ (منشور بجمعية أخبار المال والاقتصاد ، المبد السابح ١٨٥ وما بعدها).

سادساً: اتجاه العالم لمفهوم الإدارة الرشيدة والرقابة الذاتية داخل الوحدات الاقتصادية بما يزيد من مرونة الإقتصاديات المختلفة في التعامل مع المتغيرات التي تطرأ على بنية السوق الداخلية والخارجية والظروف المختلفة، يجعلنا في مصر حريصين على مواكبة التطور وبالتالي ضرورة الاستفادة من التجارب العالمية في مجال تطبيق سياسات الإدارة الرشيدة والنظر إلى كيفية الاستفادة منها^(١)، ونقل ما يكون ملائماً لنا خصوصاً وأن البورصات العالمية تسبق البورصة المصرية بمراحل تطور عديدة خصوصاً في مجال الإدارة.

سابعاً: إنشاء وحدة خاصة بالهيئة العامة لسوق المال والبورصة لمتابعة إقتراحات المستثمرين، تتولى فحص ودراسة كل إقتراح على حدة وإتخاذ التصرف الأمثل في كل حالة، يجعل القرارات الصادرة من مسئولى إتخاذ القرار بالبورصة ليس بعيداً عن الواقع خصوصاً والمستثمر هو هدف البورصة وأحد أهم عناصر سوق الأوراق المالية.

ثامناً: الإهتمام بتشجيع المنظمات والهيئات ذاتية التنظيم والإدارة في تطوير سوق الأوراق المالية، وهي تنظيم يشمل مجموعة من الأعضاء في سوق الأوراق المالية تتولى تنظيم النشاط المهني لأعضاء هذه الصناعة، ويكون لديهم الحافز لمراقبة بعضهم البعض حفاظاً على كفاءة السوق، وتقوم هذه المنظمات بوضع القواعد المنظمة لتعامل أعضائها في الأوراق المالية من حيث إجراءات القيد والتعامل، ومراقبة السوق، وقواعد التداول، والمقاصة والتسوية والإفصاح^(٢).

(١) د. محمد تيمور ، مستقبل الإقتصاد المصري في ظل ممارسة أساليب سلطات الإدارة الرشيدة ، مجلة أخبار المال والإقتصاد، السنة الأولى ، العدد السابع ، يناير سنة ٢٠٠٢، ص ١٨٩ .

(٢) برنامج وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية لعام ٢٠٠١، ص ٤٣، المصدر (وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية).

تاسمًا: إدخال التكنولوجيا الحديثة فى مجال أعمال بورصة الأوراق المالية، ونظم المعلومات ودعم إتخاذ القرار فى الهيئة العامة لسوق المال، بما يسهل من دورها فى الرقابة على السوق، وتدريب الكوادر اللازمة لتشغيل وصيانة هذه التكنولوجيات.

هأسرأ: ضرورة تطوير طريقة إتخاذ القرار حيث لم تعد الطريقة المثلى مقتصرة على أسلوب الإدارة المباشرة فقط وإنما أصبحت تعتمد أيضاً على التفاعل مع العوامل الخارجية والتأقلم عليها، مع ضرورة تفعيل المنصر البشرى على هذا التطور وتطبيقه بطريقة صحيحة فقرة الوحدة الإقتصادية أصبحت تكمن فى قدرتها على القراءة السريعة للمتغيرات الخارجية المحيطة بها، والتأقلم عليها بسرعة كافية وترجمة ذلك إلى قرارات وخطوات جديدة، وهو ما يتضح خلال فترات الأزمات بصفة خاصة^(١)، حيث تستلزم وجود قرار صحيح وسريع فى نفس الوقت.

وأخيراً لابد أن تتحول سياسة الإدارة الرشيدة إلى ثقافة وفكر فى المجتمع^(٢)، لأن إتخاذ القرار الإدارى الصحيح والسريع فى نفس الوقت يتطلب تواهر أشياء كثيرة لدى متخذ هذا القرار، منها العلم والمعرفة والشجاعة والخبرة والكفاءة والأمانة وتغليب المصلحة العامة عن المصلحة الشخصية، ومع كل ذلك وقبله يجب أن تساند الإدارة ثقافة واسعة لدى المجتمع نفسه تتفهم وتدرك الأهداف الإقتصادية والسياسية والإجتماعية للدولة، وتستطيع أن تستوعب وتقدر مسئولية متخذ القرار، كما تستطيع ممارسة الرقابة عليه، ومتخذ القرار يجب أن يعلم أنه

(١) د. يوسف بطرس غالى، مؤتمر مستقبل الإقتصاد المصرى فى ظل ممارسة أساليب سلطات الإدارة الرشيدة، تحت رعاية وزارة الإقتصاد والتجارة الخارجية، ٢٤/١٠/٢٠٠١، منشور فى أخبار المال والإقتصاد، السنة الأولى، العدد السابع ص ١٨١.

(٢) د. سامح الترجمان، مؤتمر مستقبل الإقتصاد المصرى فى ظل ممارسة أساليب سلطات الإدارة الرشيدة، مرجع سالف الذكر، ص ١٨٩.

مسئول عن تحمل نتائج هذا القرار ليس أمام المعنيين بهذا القرار فقط أو أمام رؤسائه ولكن أمام الرأي العام، وعليه أن يحاسب نفسه قبل محاسبة المجتمع له، ومفهوم المساءلة له أهمية عملية كبيرة تظهر في السعي إلى تعزيز وتحقيق الكفاءة والفاعلية والجودة، وبيان ذلك أن الإدارة العامة تهدف إلى تطبيق كفاءه وفعال للسياسات العامة وآلية تحقيق ذلك هي المساءلة، من هنا فإن مفهوم المساءلة يرتبط بتحقيق الكفاءة والفاعلية، ويقصد بالكفاءة القدرة على إنجاز المهام المطلوبة أو تحقيق الأهداف الموضوعية، أما الفاعلية فتعني إختيار الوسائل الملائمة لتحقيق الأهداف الموضوعية، ومن ناحية أخرى فإن إستقراء التاريخ الإداري يثبت أنه كلما ضعفت الرقابة كلما إزدادت مظاهر سوء إستخدام السلطة^(١).

فتحمل نتائج إتخاذ القرار هو الشق الثانى والأساسى المكمل للشق الأول المتمثل فى حرية إتخاذ هذا القرار، المرتبط به والملازم له فى نفس الوقت، فلا إدارة ناجحة مع سلطة بلا مسئولية.

(١) د. سامح فوزى، المساءلة والشفافية، إشكاليات تحديث الإدارة المصرية فى عالم متغير، مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية، سنة ١٩٩٩، ص ٢٥ .

الفصل الثانى

الشفافية وتكنولوجيا نظم المعلومات وأثرهما على أداء البورصة

لما كنت الشفافية أحد أهم عوامل نجاح البورصة، لأنها تعنى إتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التى تعتمد عليها جميع الأطراف المتعاملة فى البورصة، فإن التعرف على ماهيتها ومعرفة المعلومات الأساسية الواجب الإفصاح عنها فى بورصة الأوراق المالية المصرية، مثلها مثل باقى البورصات العالمية، وإلقاء نظرة على دور المحاسبين ومراجعى الحسابات فى تطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح لمعرفة أهمية هذا الدور بالنسبة للبورصة، هو أمر ضرورى لمعرفة أثر الشفافية على أداء البورصة، كذلك لا يقل دور تكنولوجيا نظم المعلومات عن دور الشفافية فى نجاح أداء البورصة ومرونة عملها، فضلاً عن أن كفاءة نظم المعلومات تضمن سلامة وإستمرارية المعاملات فى سوق الأوراق المالية، حيث أنه بدون المعلومات تتحول سوق الأوراق المالية من مضاربة عادلة إلى مضاربة يحكمها الحظ والصدفة، مما يضعف من رغبة كثير من الأفراد فى الإستثمار فى مجال الأوراق المالية، لذلك سوف نتقسم دراستنا فى هذا الفصل إلى ما يلى:

المبحث الأول: دور المحاسبين ومراقبى الحسابات فى تطبيق مبدأ الشفافية.

المبحث الثانى: تكنولوجيا نظم المعلومات وأثرها على مرونة عمل البورصة.

المبحث الأول

دور المحاسبين ومراقبي الحسابات

فى تطبيق مبدأ الشفافية

نتناول فى هذا المبحث تعريف مبدأ الشفافية والإفصاح وماهيته، ثم نتناول المعلومات الأساسية الواجب الإفصاح عنها فى بورصة الأوراق المالية المصرية والبورصات العالمية، ثم دور المحاسبين ومراقبي الحسابات فى تطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح.

• ماهية الشفافية والإفصاح عن المعلومات؛

الشفافية تعنى اتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التى تعتمد عليها الأطراف المهتمة بالمشروع، وهى تعنى الإفصاح عن المعلومات وهى من أهم المبادئ الرئيسية لإعداد القوائم المالية، وهذا يعنى أن تشتمل القوائم المالية والملاحظات والمعلومات الإضافية المرفقة بها على كل المعلومات المتاحة المتعلقة بالمشروع، لتجنب تضليل الأطراف المهتمة بهذه المعلومات.

ويجب على المراجع^(١) الإفصاح عن المعلومات الهامة التى يترتب على عدم الإفصاح عنها تغير وإختلاف جوهري فى إتخاذ قرارات مستخدمى

(١) تعنى كلمة مراجع المستخدمة فى معايير المراجعة المصرية، عند الإشارة إلى مراجعة القوائم المالية تعنى مراقب الحسابات، أما عند الإشارة إلى الخدمات الأخرى ذات الصلة بالمراجعة فإن كلمة مراجع تطلق على المحاسب وليس بالضرورة مراقب الحسابات (معييار المراجعة المصرى رقم ١٠٠).

القوائم المالية، ولذلك إهتمت الجهات التي تضع المعايير المحاسبية في مصر والخارج بموضوع الإفصاح، ووضعت المعايير الكفيلة بتحقيق الحد الأدنى والضروري من المعلومات التي يجب الإفصاح عنها، مع تطوير ذلك باستمرار ليناسب التغيرات المتلاحقة.

وتأخذ الشفافية والإفصاح عدة أشكال، أقواها إدخال المعلومة في القوائم المالية.

• متطلبات الإفصاح ومشتملاته:

١- السياسة المحاسبية المتبعة في بنود القائمة المالية:

تقاس بنود القوائم المالية بتطبيق سياسات محاسبية قد تختلف من منشأة لأخرى، فالمبادئ المحاسبية المتعارف عليها سواء في مصر أو الخارج تتضمن سياسات وطرق محاسبية مختلفة، وهو ما يؤدي إلى صعوبة تفسير القوائم المالية^(١)، لذلك يكون الإفصاح عن السياسات المحاسبية وثيقة هامة للمعلومات تمكن من تفسير الأرقام الواردة في القوائم المالية وفقاً للسياسات المحاسبية التي أدت إليها.

٢- الأطراف والصفقات الهامة:

يجب أن تشمل ملاحظات القوائم المالية على وصف للصفقات الهامة التي أبرمت بين المنشأة وأطراف أخرى، كذلك العلاقات الهامة بين الشركة وأطراف خارجية أخرى، مثل العلاقة بين الشركة القابضة والشركة التابعة.

٣- الأحداث اللاحقة:

تغطي القوائم المالية فترة محددة من الوقت ولكنها لا تكون متاحة للنشر مباشرة في نهاية الفترة المالية، وغالباً ما تنشر بعد إنتهاء الفترة

(١) د. طارق عبد المال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر، القاهرة، سنة ٢٠٠٠، ص ٨١ وما بعدها.

المالية بعدة شهور، وتسمى الفترة بين نهاية الفترة المالية وإصدار ونشر تلك القوائم بالفترة اللاحقة، وأثناء الفترة اللاحقة قد تحدث بعض الأحداث الهامة أو تتاح معلومات جديدة متصلة بالقوائم المالية التي تم إعدادها، وإذا لم تكن منعكسة في القوائم المالية فإن الأمر يتطلب تعديل تلك القوائم أو عرضها في صورة الملاحظات المرفقة بالقوائم المالية.

٤- الشكوك حول إستمرار المنشأة:

يتم إعداد القوائم المالية على أساس افتراض إستمرار المشروع، وفي ظل غياب أى معلومات أو توقعات بفشل المشروع أو عدم إستمراره فإنه يفترض أن المشروع مستمر، وفي الحالات التي يتوافر فيها لدى معدي القوائم المالية معلومات أن افتراض إستمرار المشروع غير قائم وأن هناك شكوك حول إستمرار المنشأة، عندئذ يجب الإفصاح عن تلك المعلومات في صورة ملاحظات مرفقة بالقوائم المالية.

٥- الإلتزامات المحتملة:

وهي الإلتزامات يعيظ بها عدم التأكد فيما يختص بحدوثها أو مبالغها، وتوجد عادة نتيجة للقضايا المرهوعة ضد المنشأة أو المنازعات مع أطراف أخرى، والتي قد تتطلب تحويل بعض المبالغ مستقبلاً عند تسوية النزاع، وفي الحالات التي تتأكد فيها بعض هذه الإلتزامات فإنها تدخل ضمن الدفاتر المحاسبية لتصبح جزءاً رسمياً من القوائم المالية، بينما يتم الإفصاح عن الإلتزامات المحتملة الأقل تأكيداً في ملاحظات القوائم المالية، والإفصاح في هذه الحالة يخبر القارئ بالنتائج السلبية المحتملة للأحداث التي وقعت ولكنها لم تصل إلى الدرجة الموضوعية اللازمة لإدخالها ضمن القوائم المالية.

٦- التقارير الدورية وربحية السهم:

يجب على الشركات أن تقدم التقارير الدورية لضمان إنسياب المعلومات من الشركة إلى الأطراف المهتمة بها كل فترة قصيرة- عادة ربع

سنوية- ويجب أن يتم الإفصاح بمستوى معين يحدد المعلومات التي تقدم كحد أدنى في تقاريرها كما يجب أن تقدم الشركة معلومات عن ربحية السهم العادي (بعد إستبعاد أرباح الأسهم الممتازة إذا وجدت) وذلك في قائمة الدخل التي تعد عن الفترة، وذلك لما لهذا الرقم من أهمية كبيرة في قياس العديد من المؤشرات المالية.

● مصادر المعلومات المالية،

يمكن حصر مصادر المعلومات المالية اللازمة لتحليل أى منشأة فى الآتى:

١- القوائم المالية الأساسية: وتشمل أربع قوائم أساسية هى قائمة المركز المالى، قائمة الدخل، قائمة التغيرات فى حقوق الملكية، قائمة التدفقات النقدية.

٢- المذكرات والملاحظات المرفقة بالقوائم المالية: وتعتمد تلك الملاحظات جزءاً ضرورياً من مصادر المعلومات المفيدة، وتوفر معلومات إضافية غير موجودة فى القوائم المالية.

٣- التقارير المؤقتة: والتي تقدم على مدار السنة (نصف سنوية أو ربع سنوية).

٤- تقارير مجلس الإدارة: والتي تحتوى على معلومات مفيدة تتناول بيانات مالية وإحصائية وبعض الخطط المستقبلية.

٥- تقرير مراقب الحسابات: وما قد يحتويه من ملاحظات أو تحفظات خاصة بالقوائم المالية التي تم مراجعتها.

٦- قوائم تنبؤات الإدارة: وهى المعلومات التي يتم الإفصاح عنها فى البورصات العالمية تطبيقاً لمبدأ الشفافية.

(١) د. طارق عبد المال، التحليل الفنى والأساسى للأوراق المالية، مرجع سبق ذكره ، ص ٩٧، ٩٨ .

وهناك معلومات أساسية توجب قوانين الإقتصاد الحر المفتوح على البورصات العالمية مراعاتها والإفصاح عنها وتمثل هذه المعلومات في الآتي،

أ- معلومات عامة:

- ١ - عرض مختصر لتاريخ المنشأة وأهدافها وتوقعاتها المستقبلية.
- ٢ - وصف للممتلكات الرئيسية يشمل موقعها ووظائفها وحجمها .
- ٣ - وصف للمنتجات الرئيسية.
- ٤ - عرض معلومات عن أنشطة البحوث والتطوير ومدى الإعتماد على براءات إختراع أو حقوق إمتياز أو رخص حكومية أو غيرها، والتي تمثل أهمية أساسية في أعمال المنشأة.
- ٥ - عرض معلومات عن العمالة مثل أعداد العمال، وتصنيفهم والعقود المبرمة معهم، والمنافع والمزايا التي يحصلون عليها .
- ٦ - النفقات الرأسمالية: وتتضمن بيانات وصفية عن تلك النفقات ومقاديرها في العام السالف، وكذلك النفقات المخططة للأعوام القادمة.
- ٧ - مدى الإعتماد على عملاء رئيسيين، ومعلومات عن المحتوى الأساسي لكل تعاقد هام أو إندماج حديث أو مخطط مستقبلي.

ب - معلومات عن الإدارة:

- ١ - معلومات عن تمويل رأس المال: القيمة عند الإصدار برأس المال المسدد والجزء غير المسدد.
- ٢ - معلومات عن المساهمين : أعدادهم وأنواعهم وحجم ملكياتهم ومعلومات عن المساهمين الكبار والذين يملكون التأثير في الرقابة على أعمال المنشأة.

- ٣ - معلومات عن التغيرات في أسعار الأسهم في السنوات السابقة وأى تغيرات مستقبلية متوقعة، وحجم التداول المعتاد.
- ٤ - معلومات عن رأس المال المقرض والمديونية والضمانات.
- د - معلومات مالية :
- ١ - القوائم المالية المعتمدة (قائمة المركز المالى وقائمة الدخل).
- ٢ - قائمة التدفقات النقدية ومصادر الأموال وإستخداماتها.
- ٣ - التقارير المؤقتة (ربع السنوية ونصف السنوية).
- ٤ - الأحداث اللاحقة لنشر الميزانية.
- ٥ - معلومات من توزيعات الأرباح وعن الإستثمار وعن الإندماج.
- ٦ - عرض نتائج الشركة في العام المنقضى.
- ٧ - معلومات عن الدعاوى القضائية التى يكون لها تأثير جوهري على الموقف المالى للمنشأة أو التى يحتمل أن تؤثر هذا التأثير.
- ٨ - عرض السياسات المحاسبية الهامة التى إستخدمت في إعداد القوائم المالية.
- هـ - التطورات الحديثة والمتوقعة:
- ١ - معلومات عامة عن إتجاه أعمال المنشأة منذ آخر تاريخ للقوائم المالية.
- ٢ - أية معلومات جوهريه ربما تؤثر على القيمة السوقية لأسهم المنشأة.
- ٣ - معلومات عن العوامل الرئيسية المتوقع أن تؤثر على نتائج العام القادم مع التأكيد على التوقعات المالية والتجارية للشركة.
- ٤ - التنبؤ بالربح أو الخسارة.

وقد بدأت البورصة المصرية مراعاة الإفصاح عن المعلومات مثلها مثل البورصات العالمية بعد أن إهتم المشرع فى القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ولائحته التنفيذية بضرورة نشر المعلومات والإفصاح والشفافية فى كل من السوق الأولية والسوق الثانوية، ونوضح فى إيجاز كيف ساهم هذا القانون فى تحقيق قدر كبير من المعلومات للمتعاملين فى سوق الأوراق المالية المصرية.

أولاً: الإفصاح ونشر المعلومات فى سوق الإصدار (السوق الأولية):

يرتبط إصدار الأوراق المالية الجديدة بضرورة الإفصاح المالى والمتمثل فى نشر المعلومات الكافية الحقيقية دون إحداث أى تضليل أو إيهام أو حجب معلومات عن المستثمرين، وتتمثل أهم وسائل الإفصاح ونشر المعلومات فى السوق الأولية فى مصر فيما يلى:

١- نشرات الإكتتاب:

فقد ألزم القانون الشركات التى تطرح أوراقاً مالية لها فى إكتتاب عام، بضرورة إعداد نشرة إكتتاب تتضمن كافة المعلومات والإيضاحات المتوفرة عن الشركة، والتى تعتبر هامة بالنسبة للمستثمرين، والتى تمكنهم من القبول على الإكتتاب وهم على علم وبينه به، مثل الشكل القانونى للشركة وغرضها والقيمة الاسمية وعدد الأسهم وتاريخ بداية السنة المالية وإنتهائها وبيان عن طريقة توزيع الربح الصافى للشركة.

٢- التقارير والقوائم المالية:

فقد ألزم القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الشركات التى طرحت أوراقاً مالية لها فى إكتتاب عام، أن تقدم على مسئوليتها للهيئة تقارير نصف سنوية تعبر عن نشاطها ونتائج أعمالها، على أن تتضمن هذه التقارير البيانات التى تفصح عن المركز الصحيح للشركة^(١)، ثم تضمنت تعديلات

(١) المادة رقم ٦ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

اللائحة أن تقدم هذه الشركات تقارير للهيئة كل ثلاثة أشهر تتضمن موقف الشركة المالي.

كما أوجب القانون على كل شركة نشر ملخص واف للتقارير نصف السنوية والقوائم المالية السنوية في صحتين يوميتين واسعتي الإصدار، وقد أعطى القانون الحق للهيئة في طلب البيانات والوثائق اللازمة من الشركة ومراقبي الحسابات، للتحقق من صحة البيانات الواردة بنشرات الإكتتاب والتقارير الدورية والبيانات والقوائم المالية للشركة^(١).

ثانياً: الإفصاح ونشر المعلومات في سوق التداول (السوق الثانوية)،

ألزمت المادة ١٠١ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ البورصة خلال أسبوع من تاريخ موافقتها على قيد ورقة مالية معينة بموافقة هيئة سوق المال بالبيانات التي تطلبها والبيانات التالية تبعاً لنوع الورقة المالية.

أ- بالنسبة للأسهم:

إسم الشركة والنظام القانوني الخاضعة له، وقيمة رأس المال المرخص به، ورأس المال المصدر والمدفوع، ونوع الإكتتاب وعدد المكتتبين، ونوع الأسهم والقيمة الإسمية للسهم، والنسبة المسددة منها في تاريخ تقديم البيان، وتاريخ موافقة إدارة البورصة على القيد.

ب- بالنسبة للسندات وصكوك التمويل:

الجهة المصدرة للسندات أو صكوك التمويل وقيمة السند أو الصك والعائد وتاريخ استحقاقه ونوع الإكتتاب وتاريخ موافقة إدارة البورصة على القيد وتاريخ ورقم الإصدار الذي قيدت أوراقه فيه.

كما ألزمت المادة ١٠١ من اللائحة التنفيذية كل بورصة بتقديم التقارير الدورية عن حركة تداول الأوراق المالية المقيدة بها إلى الهيئة كالتالي:

(١) المادة رقم ٧ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.

١- إخطار يومي عن حركة التداول يتضمن بياناً لنوع الأوراق المالية التي جرى التعامل عليها، وسعر كل منها، وكمية الأوراق المتداولة ونوع العملية، وإجمالي عدد العمليات في اليوم إضافة إلى بيان عدد العمليات التي أجريت على الأوراق المالية غير المقيدة.

٢- إخطار نصف شهري وشهري عن حركة التداول يتضمن بياناً بحجم تداول الأوراق المالية من حيث الكمية والقيمة الإجمالية وعدد العمليات، كما يتضمن آخر سعر إقفال.

٣- إخطار سنوي عن حركة التداول يتضمن بياناً بحجم تداول الأوراق المالية من حيث كميتها وقيمتها وعدد العمليات مقارناً بالعام السابق، مع إبراز إجماليات سوق التداول عن العام، وحركة التداول موزعة على قطاعات الأنشطة المختلفة وأهم الظواهر التي حدثت خلال العام ومدى تأثيرها على سوق الأوراق المالية، وحجم التعامل في الأوراق المالية ومقترحات إدارة البورصة لمعالجة الآثار السلبية لتلك الظواهر.

● المعلومات التي تقدمها البورصة لجمهور المتعاملين عن حركة التداول..

ألزم المشرع بورصة الأوراق المالية بنشر المعلومات عن التداول يوميا عن طريق نشرة أسعار يومية تمدها، وتتضمن البيانات الآتية :

- ١- الأسعار المتوالية التي تمت بها العمليات أثناء الجلسة.
- ٢- سعر الإقفال لكل ورقة مالية مع الإعلان عن أسعار عروض البيع والشراء، وإن لم يتم التعامل بها .
- ٣- نوع الأوراق المالية التي تم التداول عليها أثناء جلسة اليوم.
- ٤- مقارنة إقفال اليوم بآخر إقفال سابق للأوراق المالية التي تم التداول عليها أثناء جلسة اليوم.

ولتتزم البورصة بإعداد نشرة شهرية تتضمن بياناً بالأوراق المالية التي تم قيدها خلال الشهر، وإجمالي حجم التداول الشهري للأوراق المقيدة

موزعة على قطاعات الأنشطة المختلفة وقيمتها، وعدد العمليات على المستوى الإجمالي وعلى مستوى النشاط مقارنة بالشهر السابق، والمؤشرات الإحصائية الهامة والمعلومات التي ترى إدارة البورصة نشرها للتعريف بالأوراق المالية المقيدة بها^(١).

ملخص نتائج تقرير البنك الدولي الخاص بتقييم تطبيق القواعد الدولية المنظمة لإدارة الشركات في جمهورية مصر العربية

قام البنك الدولي بالتعاون مع منظمة التعاون الإقتصادي والتنمية بإجراء دراسة لتقييم مدى التزام جمهورية مصر العربية بتطبيق القواعد المنظمة لإدارة الشركات بالسوق المصري، وتنقسم المبادئ الدولية الخاصة بالقواعد المنظمة لإدارة الشركات إلى خمسة أقسام رئيسية، ويتضمن كل قسم مجموعة من المبادئ التفصيلية ويتم تقييم كل مبدأ طبقاً للمقاييس الأربعة التالية:

١- التطبيق الكامل للمبدأ .

٢- تطبيق شبه الكامل .

٣- تطبيق يشوبه نقص .

٤- عدم التطبيق على الإطلاق^(٢).

وفيما يلي الأقسام الخمسة الرئيسية التي يعتمد عليها التقييم،

١- المبادئ الخاصة بحقوق المساهمين.

٢- المبادئ الخاصة بالمساواة في معاملة المساهمين.

٣- دور الشركاء الرئيسيين في القواعد المنظمة لإدارة الشركات.

٤- المبادئ الخاصة بالإفصاح والوضوح والشفافية.

٥- المبادئ الخاصة بمسئوليات مجلس الإدارة.

(١) مادة ١٠٢ من اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

(٢) الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوي، سنة ٢٠٠١ .

وقد تم التقييم من خلال ملاحظة مدى تطبيق السوق المصرى لعدد ٤٨ مبدأ خاصة بمعايير ومقاييس القواعد المنظمة لإدارة الشركات، وفيما يلى أهم نتائج التقييم:-

١ - أن القواعد المنظمة لإدارة الشركات والمطبقة فى مصر تتمشى مع المبادئ الدولية فى سياق ٣٩ مبدأ من إجمالى ٤٨ مبدأ حيث تنص القوانين الحاكمة للشركات ولصناعة الأوراق المالية على ذات المبادئ، كما أن تطبيقاتها تتم بصورة كاملة أو شبه كاملة مع المعايير الدالة على حسن الأداء.

٢ - أن بعض المبادئ وعلى الرغم من وجودها فى القوانين الحاكمة الحالية، لا يجرى تطبيقها فى السوق المصرى بشكل عملى، وقد يعزى هذا إلى ضعف الوعى لدى المساهمين أو لدى إدارات الشركات بتلك المعايير، ومن ثم لا تتمشى هذه القواعد عملياً مع المبادئ الدولية فى سياق (٧) مبادئ من إجمالى الـ (٤٨) مبدأ.

ومن الجدير بالملاحظة أنه لم يتم تطبيق مبدئين من المبادئ الدولية فى السوق المصرى يرتبط الأول بالتصويت من جانب أمناء الحفظ أو المالكين المسجلين بالإتفاق مع المالكين المستفيدين، وقد تم تطبيق هذا المبدأ مؤخراً بصدور القانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ بشأن الإيداع والقيود المركزى والتسوية والمقاصة فى الأوراق المالية، أما المبدأ الثانى فيرتبط بمتطلبات قياس العائد والتكلفة عن ممارسة حقوق التصويت.

وفيما يلى عرض لجداول التقييم:

جدول رقم (٢٠)

المبادئ	التقسيم
القسم الأول، حقوق المساهمين	
* الحقوق الأساسية	
- الأسهم الأمانة لتسجيل الملكية - نقل ملكية الأسهم - النفاذ إلى المعلومات - المشاركة والتصويت في اجتماعات الجمعية العمومية - انتخاب مجلس الإدارة - المشاركة في الأرباح	التطبيق شبه الكامل للمبادئ التطبيق الكامل للمبادئ التطبيق شبه الكامل للمبادئ التطبيق شبه الكامل للمبادئ التطبيق الكامل للمبادئ
* الحق في المشاركة في القرارات المتعلقة بتغيرات جوهرية في الشركة	
التعديلات في النظام الأساسي - الترخيص بإصدار أسهم إضافية - الصفقات غير العادية (والتي تؤدي إلى بيع الشركة)	التطبيق الكامل للمبادئ التطبيق الكامل للمبادئ التطبيق الكامل للمبادئ
* الحق في الحصول على المعلومات الكافية عن اجتماعات الجمعية العمومية وحق الاشتراك والتصويت فيها	
الحصول على معلومات كافية وفي الوقت المناسب عن اجتماعات الجمعية العمومية	التطبيق الكامل للمبادئ
إتاحة الفرصة لتوجيه الأسئلة وإدراج بنود في جدول الأعمال	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- التصويت بالحضور شخصياً أو بالوسائل الأخرى	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- الإفصاح عن هيكل رأس المال والترتيبات التي تمكن من السيطرة بما لا يتناسب مع نسب المساهمات	التطبيق شبه الكامل للمبادئ

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوي، سنة ٢٠٠١.

تابع جدول رقم (٢٠)

المبادئ	التقييم
* الكفاءة والشفافية في قيام السوق بوظائفه في الرقابة على الشركات	
- قواعد وإجراءات واضحة ومعلنة وأسمار تتصف بالشفافية والظروف العادلة	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- عدم استخدام وسائل مضادة لمعاملات الاستحواذ بفرض حماية الإدارة من المساطة	التطبيق الكامل للمبادئ
- متطلبات قياس المائد والتكلفة عند ممارسة حقوق التصويت	عدم تطبيق المبادئ على الإطلاق
القسم الثاني، المساواة في معاملة المساهمين	
* المساواة في معاملة المساهمين من ذات الفئة	
حقوق التصويت المتساوية لحصة الأسهم داخل كل فئة، والقدرة على الحصول على معلومات عن حقوق التصويت المرتبطة بكافة فئات الأسهم قبل عمليات الاستحواذ عليها، وتخضع التغييرات في حقوق التصويت لموافقة المساهمين.	التطبيق الكامل للمبادئ
التصويت من جانب أمناء الحفظ أو المالكين المسجلين بالإتفاق مع المالكين المستفيدين	عدم تطبيق المبادئ على الإطلاق
- إجراءات عقد اجتماعات الجمعية العمومية بما يسمح بمعاملة متساوية وتجنب الصعوبات والتنفقات الزائدة فيما يتعلق بالتصويت	التطبيق الكامل للمبادئ
حظر الاتجار على أساس معلومات داخلية	تطبيق المبادئ يشوبه نقص
- إفصاح أعضاء مجلس الإدارة والمديرين عن تعاملاتهم في صفقات أو أمور أخرى ذات تأثير على الشركة	التطبيق شبه الكامل للمبادئ

تابع جدول رقم (٢٠)

المبادئ	التقييم
القسم الثالث، دور ذوى الشأن والمصالح في إدارة الشركة	
- احترام الحقوق القانونية لذوى الشأن والمصالح	التطبيق الكامل للمبادئ
- التعويض عن إنتهاك الحقوق	التطبيق الكامل للمبادئ
- آليات تمثيل مشاركة ذوى الشأن والمصالح	التطبيق الكامل للمبادئ
- التفاه إلى المعلومات اللازمة	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
القسم الرابع، الإفصاح والشفافية	
الإفصاح عن المعلومات الجوهرية	
- النتائج المالية ونتائج الأداء	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- أهداف الشركة	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- أصحاب أسهم الأغلبية وحقوق التصويت	تطبيق المبادئ يشوبه نقص
- أعضاء مجلس الإدارة والمديرين وأتباعهم	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- عوامل مخاطر الجوهرية المتوقعة	تطبيق المبادئ يشوبه نقص
- الأمور الجوهرية التي تمس العاملين وغيرهم من ذوى الشأن والمصالح	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- هياكل وسياسات إدارة الشركات	تطبيق المبادئ يشوبه نقص
- إعداد المعلومات والمراجعة المحاسبية والإفصاح طبقا لمعايير المحاسبة والمراجعة.	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- المراجعة السنوية بواسطة مراجع مستقل	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- قنوات لبث المعلومات تسمح بحصول المستخدمين على معلومات كافية وهي حينها وبتكلفة إقتصادية وبطريقة تتسم بالعدالة.	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
القسم الخامس، مسئوليات مجلس الإدارة	
- العمل على أساس عناية الرجل الحريص لما فيه صالح الشركة والمساهمين .	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
- معاملة متساوية لكل فئة من فئات المساهمين	التطبيق الكامل للمبادئ
- الالتزام بالقانون مع الحرص على مصالح ذوى الشأن	التطبيق الكامل للمبادئ

تابع جدول رقم (٢٠)

المبادئ	التقييم
١١٠ خلف الرئيسية	
وضع استراتيجية الشركة، سياسات المخاطر، ميزانيات خطط العمل، تحديد أهداف الأداء، مراقبة التنفيذ والأداء، النفقات الرأسمالية، الاستحوالات وتصفية الاستثمارات.	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
اختيار ورقابة وإحلال عناصر الإدارة العليا	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
الإفصاح عن أتعاب المديرين وأعضاء مجلس الإدارة وإجراءات الترشيح لمجلس الإدارة	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
الرقابة على حالات تضارب المصالح الخاصة بالمديرين وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين بما في ذلك سوء استخدام أصول الشركة وصفقات الأطراف ذات المصالح المرتبطة.	تطبيق المبادئ يشوبه نقص
التأكد من سلامة التقارير والنظم المالية بما في ذلك نظام المراجعة المالي المستقل والرقابة الداخلية والالتزام بتطبيق القانون.	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
متابعة الممارسات الإدارية وجراء التغييرات الضرورية	
الإشراف على الإفصاح ووسائل الاتصال	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
تكليف أعضاء مجلس الإدارة غير التنفيذيين بمهام يفرض تلاقي حالات تضارب المصالح المحتملة	تطبيق المبادئ يشوبه نقص
تكريس الوقت الكافي لممارسة مسؤولياتهم.	التطبيق شبه الكامل للمبادئ
التنفاذ إلى المعلومات المناسبة الدقيقة وفي الوقت المناسب	التطبيق الكامل للمبادئ

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوي، سنة ٢٠٠١.

توصيات تقرير البنك الدولي التي تساهم في تطبيق المبادئ الخاصة بالقواعد المنظمة لإدارة الشركات في مصر.

لقد احتوى تقرير البنك الدولي على عدة توصيات هامة وفيما يلي ملخص لأهم هذه التوصيات^(١):

١ - بالنسبة للمشاركة والتصويت في اجتماع الجمعية العمومية السنوية، أوصى التقرير أن يسمح لمالكي الأسهم لحاملها بالتصويت في الجمعيات العمومية، على أن يتم دفع قيمة الأسهم بالكامل من أجل الحصول على جميع مميزات التصويت.

٢ - بالنسبة لمراعاة حقوق الأقلية للمساهمين يوصى التقرير بضمان تعزيز حقوق الأقلية والتي تتضمن تعديل نظام التصويت وإيجاد تنظيم معين لتمثيل أقلية المساهمين، وقد تضمن مشروع قانون سوق رأس المال الجديد فصل كامل عن حقوق أقلية المساهمين.

٣ - أوصى التقرير بضرورة إستحداث أساليب جديدة لتصويت المساهمين كبديل لحضور اجتماعات الجمعيات العامة مثل التصويت عن طريق البريد أو بالبريد الإلكتروني.

٤ - أوصى التقرير بالنسبة للمبادئ الخاصة بالمعاملة العادلة للمساهمين، وخاصة بالنسبة للمعلومات الداخلية والتداول، أن يتم النشر والإعلان على نطاق واسع عن حالات الاتجار بالمعلومات الداخلية والعقوبات المفروضة عليها والمواد الخاصة بها في القانون الجديد وذلك كرادع لهؤلاء الذين يجهلون وعلى غير علم ودراية بالمحظورات القانونية الراهنة ضد هذا النشاط.

٥ - بالنسبة للمبادئ الخاصة بالإفصاح والوضوح والشفافية، أوصى التقرير بتطبيق سلسلة واسعة من الجزاءات الإدارية مثل الغرامات

(١) الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوي لسنة ٢٠٠١ من ٢٤ .

المالية للشركات التى تتأخر فى تقديم المعلومات بهدف تعزيز عملية الإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية، وكذلك الإفصاح عن هياكل الملكية، خاصة جميع حيازات الملكية التى تزيد عن ٥% من أسهم رأس مال الشركة المدرجة، وتقديم الإجراءات التى يجوز بموجبها للمساهمين معرفة مواقف الملكية الحقيقية.

٦- أوصى التقرير بالنسبة للمخاطر المادية المتوقعة للشركات، بضرورة توفير معلومات عن المخاطر المادية المتوقعة للجهات ذات العلاقة بالسوق، والتى يجوز أن تتضمن مخاطر خاصة بالصناعة أو المنطقة الجغرافية أو الإعتماد على سلع معينة أو مخاطر سوق المال التى تشمل سعر الفائدة أو مخاطر العملة والعمليات الخارجة عن الميزانية.

٧- بالنسبة لتوعية المديرين الماملين بالشركات بهياكل وسياسات القواعد المنظمة لإدارة الشركات، أوصى التقرير بإنشاء معهد للمديرين تتركز مهمته فى تدريب المديرين ويعمل كآلية لبث المعلومات وأفضل الممارسات لمديرى الشركات فى مصر.

٨- بالنسبة للمبادئ الخاصة بالمراجعة السنوية للقوائم المالية من قبل مراقبى الحسابات، أوصى التقرير بضرورة إتخاذ إجراء لتميز وضع المهنة، والتركيز والتشديد على المتطلبات والمؤهلات اللازمة لى يصبح الشخص مراقب حسابات، مع ضرورة إنشاء جهاز مهنى مستقل تكون له سلطة فرض وإقرار معايير ومقاييس إمتياز وجوده قواعد السلوك المهنى تقوم على أساس قواعد السلوكيات المتعارف عليها، كذلك يمكن وضع قائمة بأسماء مراقبى الحسابات المؤهلين والتى يمكن للشركات المدرجة إختيار مراقب حساباتها منهم.

٩- أوصى التقرير بضرورة إنشاء لجنة للمراجعة بالشركات التابعة لمجلس الإدارة تكون مسؤولة عن تقديم تقرير شهري لمجلس إدارة الشركة عن أعمالها على أن يتضمن التقرير المقترحات والتوصيات التي يجب تطبيقها، وفي حالة وجود أي مخالفات يجب إخطار البورصة والهيئة العامة لسوق المال^(١).

● دور المحاسبين ومراقبي الحسابات في تطبيق مبدأ الشفافية،

تشدد القانون على عملية المراجعة ومراقبة الحسابات الخاصة بشركات الأموال المتعاملة في سوق الأوراق المالية، كما أبدى إهتماماً خاصاً بشركات السمسرة وتداول الأسهم لما لها من دور هام في عمليات البورصة، حيث أوكل القانون عملية الرقابة على الحسابات الخاصة بها للمكاتب المهنية المتخصصة والمسجلة فقط لدى الهيئة العامة لسوق المال، ووضع شروطاً لضمان نزاهة وحياد هذه المكاتب وصولاً لتحقيق الشفافية في المعلومات، وأهم هذه الشروط هي:

١- أن تكون من مكاتب المحاسبة والرقابة الخارجية المسجلة لدى الهيئة العامة لسوق المال والتي باشرت بالفعل أعمال الرقابة على أداء البنوك التجارية لمدة عشر سنوات على الأقل، أي أن يتوافر لديها خبرة عشرة سنوات مهنية في مراجعة ومراقبة أداء البنوك التجارية في مصر.

٢- أن تكون مكاتب المراجعة والرقابة الخارجية مسجلة لدى جمعية المحاسبين والمراجعين برتبة (زميل).

٣- أن يكون كل الأعضاء المشاركين في عملية المراجعة والرقابة على الحسابات (المكونون لفريق العمل والموكل إليه مهمة مراجعة هذه الشركات والتابع لمكتب المراجعة) أعضاء وزملاء لدى جمعية المحاسبين والمراجعين المصرية.

(١) وقد تم مراعاة ذلك في المادة رقم (٧) من القواعد الجديدة لقيد الشركات بالبورصة.

٤- أن يكون مكتب المراجعة والرقابة على الحسابات الموكول إليه مهمة الرقابة الخارجية ذات هيكلية مهنية متخصصة عند درجة مقبولة، وأن تكون هذه الهيكلية متضمنة خبرات وخبراء وعناصر مهنية عند مستوى عال من التخصصية المهنية^(١).

وتعتبر الرقابة على شركات السمسرة وتداول الأسهم من أهم عمليات ضمان الشفافية والإفصاح، كما أن دور مراقبي الحسابات والمحاسبين -بالنسبة للرقابة على الشركات المساهمة وغيرها من الشركات المتعاملة في البورصة سواء ببيعاً أو شراء - لا يقل عن دورهم في الرقابة على شركات تداول الأسهم والسندات والسمسرة، وإذا كان الهدف النهائي من كل عمليات المراجعة والرقابة هو تحقيق مبدأ الشفافية والإفصاح والتحقق من تطبيقه، فإن هناك عدة أهداف وأغراض وأوراق عمل وأداء يسعى إلى تحقيقها المراجع سواء كان محاسباً أو مراقب حسابات لتحقيق هذا الهدف النهائي.

● أهداف عملية المراجعة والرقابة على الحسابات،

وتتمثل هذه الأهداف في إتمام إجراء عملية المراجعة والرقابة والفحص والتحقق وإجراء الإختبارات المهنية اللازمة إلى الحد المعقول لأهم العلاقات الآتية:

١- علاقة نشاط الشركة بالقانون الذي ينظم حركتها ويضبط أداؤها ومدى الإلتزام به ومدى الخروج عليه .

٢- حقيقة العمليات الإقتصادية التي باشرتها الشركة والإخراج المحاسبي المنتظم لهذه العمليات طبقاً لمفاهيم ومبادئ وأسس وفروض المحاسبة المتعارف عليها في دفاتر وسجلات الشركة النظامية التي نص عليها القانون في هذا الشأن.

(١) د. محمد العمروسي محمد ، إقتصاد المعلومات ، الجمعية المصرية للإقتصاد السياسي والتشريع سنة ١٩٩٨ ، رقم التسجيل ٧٧٩٢ ، ص ٢٢٢ .

٣- موضوعية الإخراج المحاسبى وإلتزامه بضوابط ومعايير المحاسبية الدولية والمحلية، وتوضيح التأثيرات المحاسبية على حسابات النتيجة وحسابات الميزانية لكل العمليات والإحداثيات التى مكانها الشركة وزمانها الفترة المحاسبية موضوع القياس^(١).

٤- موضوعية الإفصاح المحاسبى عن كل العلاقات المرتبطة بحسابات النتيجة وحسابات الميزانية خلال الفترة المحاسبية الحالية. والإفصاح عن العلاقات التراكمية السابقة، والإفصاح عن العلاقات ذات التأثيرات المستقبلية.

٥- موضوعية وسلامة العرض المنهجى الذى قيم من خلاله عرض القوائم المالية المعنية

والممثلة فى حسابات النتيجة، وحسابات الميزانية، وقائمة الموارد والإستخدامات، وقائمة التدفق النقدى.

٦- موضوعية التدفق النقدى (الداخل/الخارج) وصافى قيمة التدفق النقدى، ومدى تمثيله لحقيقة العلاقات النقدية التى دارت على مستوى الشركة خلال فترة القياس المحددة.

٧- الأداء المهنى لعملية المراجعة والرقابة على الحسابات: يجب أن تكون هناك خطوات لتنفيذ برنامج المراجعة والرقابة على الحسابات للشركة ينفذها مراقب الحسابات والمحاسبين المعاونين له وتتمثل هذه الخطوات فى الآتى:

■ إجراء فحص إختبارى للمستندات والأدلة المؤيدة للقيم والمعلومات الواردة بالقوائم المالية.

(١) وقد صدر القرار رقم ٦٢٥ لسنة ٢٠٠٠ من وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية بمعايير المراجعة المصرية حتى يتمكن المراجعين ومراقبى الحسابات من السير على نهج عمل منظم ومحدد وبما يسهم فى مراقبة تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية.

- التأكد من أن كافة العمليات يتم مراقبتها داخلياً على مستوى الوحدة وأن الإجراءات التنفيذية لأداء أى عمل تتضمن إخضاعها لعمليات رقابية أولاً بأول.
- تقييم القوائم المالية المخططة والتقديرات التنبؤية المعدة بمعرفة الإدارة، ومدى مطابقة الأداء الفعلى لها وتقويم الإنجرافات وتحديد أسبابها.
- تقييم السياسات والقواعد المحاسبية المطبقة، ومدى مطابقتها مع السياسات والقواعد المحاسبية الدولية والمحلية المعمول بها والمتعارف عليها فى هذا الشأن.
- إجراء الإختبارات إلى المستوى المناسب للتأكد من السلامة المادية والمهنية للعمليات المسجلة بدفاتر وسجلات الوحدة.
- التأكد من حقيقة رقم الأعمال وصافى الدخل المحصل المقابل لقيمة العمولة المستحقة عن العمليات التى تم إدارتها لصالح عملاء الشركة.
- التأكد من ملكية الشركة للأصول الخدمية التى تعمل فى خدمة نشاطها والتأكد من إجراء الإهلاكات المناسبة لهذه الأصول الخدمية.
- التأكد من حقيقة المصروفات الخاصة بالفترة المحاسبية المعنية وأن تكون مجازة من الإدارة ومعالجة مستندياً وضرورية لمباشرة الوحدة لنشاطها، وأن يكون قد تم الإستفادة بمقابلها المادى والمعنوى خلال الفترة المعنية.
- إجراء الفحوصات والإختبارات التحليلية والانتقادية لأغراض التحقق من مدى موضوعية القياسات المحاسبية من ناحية، ومدى تعبيرها عن نتائج الفترة المحاسبية موضوع القياس من ناحية ثانية، وعلاقتها بالأداء التاريخى للوحدة عبر ذات الفترات المحاسبية السابقة، وتحديد أهم العلاقات التى تحركت والتأثير الإيجابى والسلبى لهذه العلاقات، ودراسة أهم العلاقات والتأثيرات الخاصة بها.

■ إجراء عمليات التحليل المالى للقوائم المالية للشركات والخلوص الى أهم المؤشرات التى يستفاد بها فى تقييم أداء الشركة والتى تساهم فى تكوين الرأى النهائى لعملية المراجعة.

■ عمل الإحصاءات والإيضاحات البيانية التى تساهم فى مزيد من العرض الموضوعى لحقيقة العلاقات داخل الوحدة ومدى التقدم الذى حققته الشركة خلال فترة القياس المعنية^(١).

● نتائج عملية المراجعة والرقابة على الحسابات،

بعد أداء المراجعين والمحاسبين لخطوات تنفيذ برنامج المراجعة والرقابة على

الحسابات تصبح مهمتهم على وشك الإنتهاء بعد وضعهم نتائج عملية المراجعة والرقابة

على الحسابات والتى نستطيع أن نوجزها فى الآتى:

- ١- إبداء الرأى على مدى إلتزام الشركة بالقانون المنظم لأدائها.
- ٢- إبداء الرأى على مدى مطابقة نتيجة نشاط الشركة لما هو مسجل بالدفاتر والسجلات.
- ٣- إبداء الرأى على مدى تمثيل الميزانية العمومية للموقف المالى للشركة كما يظهر فى تاريخ إعدادها .
- ٤- إبداء الرأى على مدى سلامة العرض الذى قدمت به القوائم المالية بصورة إجمالية.
- ٥- إبداء الرأى على مدى حقيقة التدفقات المالية للشركة خلال الفترة موضوع القياس.

(١) د. محمد المرزوقى محمد ، إقتصاد المعلومات ، مرجع سبق ذكره ، ص ٢٢٥ .

● تقرير مراقب الحسابات،

يسجل مراقب الحسابات رأيه تحت مجموعة نتائج وأهداف عملية المراجعة والرقابة على الحسابات والتي توصلت إليها مجموعة المراجعين، ومعاونيهم، حيث يتم تضمين ذلك في تقريره الذي يتم عرضه على مساهمي الشركة في الجمعية العامة حسب ما نص عليه القانون في هذا الشأن.

وقد صدر معيار المراجعة المصري رقم ١٠٠ ويهدف هذا المعيار إلى وضع إطار العمل فيما يتعلق بالخدمات التي قد يؤديها المراجع تيسيراً وتنظيماً لهذا العمل، ومما هو جدير بالإشارة إلى أن كلمة "المراجع" المستخدمة في معايير المراجعة المصرية تعني الشخص الذي يتحمل المسؤولية النهائية عن اعتماد التقرير الذي يقدمه المراجع عن الخدمة المهنية المقدمة، سواء كانت مراجعة القوائم المالية أو الخدمات ذات الصلة بها، ويجب بالضرورة أن يكون المراجع هو مراقب الحسابات عند الإشارة إلى مراجعة القوائم المالية نظراً لأهميتها. أما الخدمات الأخرى ذات الصلة بالمراجعة فلا تعني بالضرورة أن من يقوم بتقديم تلك الخدمات هو مراقب الحسابات وإنما يكفي بالمعاسب^(١).

وإذا كانت القوائم المالية هي أهم الطرق لتطبيق مبدأ الشفافية والإفصاح لأنها عبارة عن تقديم عرض مالي شامل للمركز المالي والعمليات التي تقوم بها المنشأة، وأن الهدف من القوائم المالية ذات الأغراض العامة هو تقديم المعلومات عن المركز المالي للمنشأة وأدائها وتدفقاتها النقدية التي تقيّد قطاع عريض من مستخدمي القوائم المالية عند اتخاذ قراراتهم الإقتصادية^(٢)، وأيضاً توضيح النتائج المترتبة على

(١) د. أمين السيد لطفي ، معايير المحاسبة والمراجعة ، مجلة المال والإقتصاد، العدد الأول، يوليو سنة ٢٠٠١، ص ١٨٤ .

(٢) د. نظير رياض محمد الشحات، الإدارة المالية (قرار التحويل) ، مكتبة أم القرى-المنصورة، سنة ١٩٩٨، ص ٤٧، وما بعدها.

قيام الإدارة بتنفيذ المهام الموكلة إليها وإدارة الموارد المتاحة للمنشأة لتحقيق هذا الهدف، إذا كان ذلك فإن مستخدمى القوائم المالية من مستثمرين فى البورصة وغيرهم، يهتمهم بالدرجة الأولى الإلمثنان إلى صحة المعلومات المقدمة بهذه القوائم بدرجة كبيرة، وهو ما يوفره لهم المراجع فى عمليات المراجعة، وذلك لأن رأى مراقب الحسابات يدعم مصداقية القوائم المالية وذلك بإعطائها درجة عالية من التأكد، فأهم أعمال مراجع الحسابات سوء المحاسبين أو مراقبى الحسابات الخاصة بتطبيق مبدأ الشفافية هو مراجعة القوائم المالية للشركات، وعندما يتم هذا العمل بدقة ونزاهة وحياد فإن المستثمر يضمن أكبر درجة من الشفافية تساعده على إتخاذ قراره فى الإستثمار فى البورصة.

المبحث الثانى

تكنولوجيا نظم المعلومات وأثرها على مرونة عمل البورصة

تعد ثورة الإتصالات وتكنولوجيا المعلومات وما أحدثته من طفرة فى عالم تبادل المعلومات أحد أهم أسباب زيادة حركة رؤوس الأموال وسهولة إنتقالها من دولة لأخرى، فضلاً عن أنها أحد أهم أسباب إقبال المستثمرين على الإستثمار فى بورصات الأوراق المالية المختلفة، فمنذ عشر سنوات فقط كانت الطريقة الرئيسية لحصول المستثمرين على المعلومات والقيام بمعاملات التداول فى سوق رأس المال تتمثل فى الذهاب الى بيوت السمسرة أو محادثة السمسار تليفونيا، إلا أن هذا قد تغير حديثاً حيث وفرت نظم الإتصالات الحديثة للمستثمرين إمكانية تحرير أوامر التداول وإرسالها عن طريق البريد الإلكتروني، والقيام بمعاملات تداول الأوراق المالية المسجلة فى بعض البورصات العالمية مباشرة عبر شبكة الإنترنت، بما يحقق معدلات ربحية أعلى فى سوق رأس المال، ذلك أنه عبر الشبكة الدولية يصل المستثمرين إلى كافة المعلومات التى تدعم إتخاذ القرار الاستثمارى فى نفس الوقت، مما يوفر مبدأ الشفافية بين المتعاملين ويكون له أكبر الأثر فى صحة قرار الإستثمار وتوقيتته^(١)، لذلك تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية بصفة عامة

(١) رشا مصطفى مسعد ، محددات الإستثمار فى أسواق رأس المال، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة القاهرة، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية ، سنة ١٩٩٨، ص ٢٧ .

على مدى وجود نظام فعال للمعلومات يتضمن الإفصاح عن المعلومات بصورة دقيقة وفورية لجميع المتعاملين في السوق، فتوافر المعلومات هو الأساس الذي يعتمد عليه المستثمرون في اتخاذ قراراتهم حيث أن ذلك يساعدهم على القيام بتقييم سليم للأوراق المالية، ويمكنهم من اتخاذ القرارات الخاصة بالاستثمار وفقاً لأسس موضوعية سليمة وواضحة.

لذا فإن كفاءة نظم المعلومات تضمن سلامة واستمرارية المعاملات في سوق الأوراق المالية، حيث أنه بدون المعلومات تتحول سوق الأوراق المالية من مضاربة عادلة إلى مضاربة يحكمها الحظ والصدفة، مما يصعب على المتعاملين في سوق الأوراق المالية اتخاذ قراراتهم الاستثمارية بصورة سليمة، وهو ما يضعف من رغبة كثير من الأفراد في الاستثمار في مجال الأوراق المالية^(١).

● الإنترنت كأداة حديثة للإفصاح عن القوائم والتقارير المالية للشركات المصرية وأثرها على مرونة عمل البورصة،

إذا كان المشرع قد نظم تداول المعلومات ونص على ضرورة الإفصاح والشفافية فقد جاءت تكنولوجيا نظم المعلومات لتكمل هذا الدور وتساعد عليه، فمما لا شك فيه أن ثورة الاتصالات والتقدم في علوم الحاسب الآلي وعصر الإنترنت قد غيرت كثيراً من سبل نقل وتدفق المعلومات من صناعات هذه المعلومات إلى مستخدميها، وقد ترتب على استخدام الشبكة الدولية للمعلومات أن أصبح بمقدور المنشآت أن توفر بصفة فورية وبأشكال إلكترونية متقدمة، قائمة كبيرة من المعلومات إلى جدد كبير من متخذي القرار غير المتجانسين في احتياجاتهم للبيانات والمعلومات المالية وغير المالية، ويقوم الوضع الراهن للمرض والإفصاح العام على أن التقرير المالي الإلكتروني يعتبر مكملًا أو ملحقًا للمرض

(١) د. زينب عوض الله ، الأداء التسميري والتسويلى فى البورصة، الاهرام الاقتصادى ، (العدد رقم ١١٨٣، ١٩٩١/٩/١٦) ص ٦٥ وما بعدها.

والإفصاح التقليدي، كما يتم هذا التقرير حاليًا بصورة إختيارية من قبل الشركات^(١).

• دوافع الإفصاح الإلكتروني للقوائم والتقارير المالية عبر الإنترنت،

تعدد دوافع المنشآت بشأن استخدام التقرير المالي الإلكتروني عن غيره من وسائل المرض والإفصاح الأخرى، ومن أهم هذه الدوافع ما يلي:

١ - يوفر التقرير المالي الإلكتروني وسيلة نشر وتقارير فورية بين المنشآت كمنتج للبيانات والمعلومات وبين قطاعات عريضة من المستثمرين والمقرضين وغيرهم.

٢ - يوفر للمستخدم القدرة على استخدام روابط مواقع الإنترنت في دمج أقسام عديدة من التقارير المالية المنشورة على الشبكة مع العديد من المعلومات الأخرى المتعلقة بها في مواقع أخرى ومن ثم إجراء المقارنات ودعم القرارات.

٣ - يمكن أن يخفض تكاليف نشر المنشأة لمعلوماتها- فإذا أمكن لمتخذي القرار المعروفين للمنشأة وغير المعروفين لها الحصول على المعلومات المنشورة على صفحات "الويب" واستخدامها- فيمكن للمنشأة أن تتخلص إلى حد كبير من تكاليف طباعة وإرسال تقاريرها التقليدية إلى مستخدميها المعروفين الذين يتعين أن تصلهم هذه التقارير.

٤ - يوفر وسيلة للإتصال بعدد كبير من مستخدمي المعلومات المحاسبية، بعضهم غير معروف للمنشأة، وغالبًا يكون عددهم أكبر من هؤلاء الذين ترسل لهم التقارير المالية التقليدية، وهو ما يشجع أعضاها كبيرة على التعامل مع المنشأة بعد كسب ثقتهم من خلال الشفافية وتوافر المعلومات بانتظام عبر الإنترنت.

(١) لؤي علي زين المابدين ، الإنترنت كأداة حديثة للإفصاح في ظل أسواق المال العالمية . مجلة أخبار المال والاقتصاد، السنة الأولى-العدد السادس، ديسمبر سنة ٢٠٠١، ص ١٨٧ وما بعدها.

فى حين أن الإفصاح الإلكتروني قد يكون بعيداً عن الواقعية، وذلك حين يوفر معلومات غير موثوق فيها، ولا يمكن الإعتماد عليها من قبل المستخدمين، ويكون ذلك فى حالتين رئيسيتين هما:

أ - قيام المنشأة بمرض بيانات ومعلومات عن الأداء أو المركز المالى غير مدققة من قبل المراجعين على الشبكة ومن ثم تتقل مخاطر إلى المستخدمين.

ب - عدم توفير المنشآت لمستوى مناسب من الأمن لمواقع «الويب» على الشبكة بحيث تحد من إمكانية دخول الأطراف الأخرى للموقع، والتلاعب والتحويل فى البيانات المعروضة بها، ومن ثم تتقل مخاطرها إلى المنشآت.

وفى كلتا الحالتين لا تستطيع المنشآت المستخدمة للتقرير المالى الإلكتروني أن تقدم تأكيداً للمستخدمين بمصداقية المعلومات المعروضة على الشبكة، الأمر الذى دفع شركات البرمجيات فى الوقت الراهن إلى بذل جهود مكثفة لإنتاج برامج لشبكة الإنترنت تمنع الدخول للمواقع والتلاعب ببياناتها، وبذلك يمكن القول بأن تحقيق التوازن بين خاصيتى الملاممة والثقة بما يكفل إمكانية إعتماد المستخدمين على المعلومات المعروضة على الشبكة، أصبح ضرورياً عن ذى قبل فى ظل الإتجاه المعاصر للتوسع فى إستخدام تكنولوجيا المعلومات فى كافة المؤسسات الإقتصادية توفيراً للوقت والجهد.

● العناصر المطلوبة لنجاح الإفصاح الإلكتروني فى مصر:

يستفاد من التجارب الدولية أن نجاح إستخدام شبكة الإنترنت فى الإفصاح ونشر المعلومات الخاصة بالبورصة والقوائم المالية يعتمد على العناصر التالية:

١ - توافر بنية أساسية كفئة للإتصالات تؤدي إلى إستخدام مكثف للإنترنت بتكاليف منخفضة.

- ٢- توافر بيئة قانونية وتشريعية ملائمة.
- ٣- توافر أنظمة فنية لتأمين وسرية التعاملات الإلكترونية .
- ٤- نشر الوعى والإدراك ورعاية الأعمال المتميزة.
- ٥- شركات ضامنة للتعاملات الإلكترونية.
- ٦- تعاون مالى وفنى من قبل المنظمات الدولية.
- ٧- خلق الصديق والشفافية ومنع التلاعب، عن طريق التوعية والتشريعات المانعة.
- ٨- تشجيع شركات البرمجيات، ودعم دورها فى بناء وتطوير الأدوات الفنية والبرامج^(١).
- ٩- وجود المعاهد ومراكز التدريب المتخصصة لتدريب الكوادر البشرية وتنمية المواهب العلمية، لأن استخدام التكنولوجيا الجديدة يستلزم بدها مستوى من الأفراد قادراً على التكيف مع التكنولوجيات الجديدة وإستخدامها بكفاءة، بل والقيام بتطويرها فى المستقبل وصولاً إلى إبتكار بديل عنها أكثر إنسجاماً مع هيكل الموارد وهيكل الحاجات المستقبلية^(٢).

هذا ونلاحظ أن أهم العناصر المطلوبة لتحقيق التأثير المطلوب لتكنولوجيا نظم المعلومات فى أداء عمل البورصة وأحداث المرونة فى هذا الأداء، هو ضرورة توفير الكوادر والمؤسسات القادرة على تحليل تلك المعلومات المتدفقة، وليس فقط ضرورة توافر هذه المعلومات، مما يجعلها مفيدة لأغلب المهتمين والمتعاملين فى البورصة بما فى ذلك صفار المدخرين والمستثمرين، الذين لا يملكون القدرة على قراءة هذه

(١) د. محمد رمضان محمد ، التجارة الإلكترونية، أبعادها الإقتصادية والتكنولوجية والمعلوماتية، مجلة أخبار المال والإقتصاد، السنة الأولى، العدد السادس ، ديسمبر سنة ٢٠٠١ .
(٢) د.عبد الغفار عباس كاظم ، بعض مشكلات إستخدام التكنولوجيا فى تنمية الإقتصاد العربى، رسالة دكتوراه غير منشورة ، جامعة القاهرة ، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٨١، ص ١٥٢ .

المعلومات وتحليلها بمفردهم، فضلاً عن ضرورة تجريم عملية حجب المعلومات وإخفائها أو التدخل فيها بالتعديل أو التبديل، حتى تتاح المعلومات بشكل تلقائي دون أى محاولة لإخفاء الحقائق أو إستبدالها، وسرعان ما يمكن إكتشاف مناطق الأخطاء العمدية ومن يقف وراءها وذلك بالرقابة الإلكترونية، وقوة التشغيل، والتي معهما يتم توفير البيانات والمعلومات الصحيحة المتدفقة عبر الشبكات للجميع وتحت أمر من يدرك قوتها وكيفية التعامل معها^(١).

• علاقة المتعاملين في سوق الأوراق المالية بشبكة الاتصالات ونقل المعلومات:

أدى تعمق بيئة الأعمال المعاصرة إلى إتساع دائرة القرارات التي ينبغي إتخاذها تحت ظروف السرعة وعدم التأكد، وهنا أصبح ينظر إلى الحاسب الآلى ونظم تقنية المعلومات المبنية على الحاسب باعتبارها الأطر اللازمة لدعم تآلف وتكامل العلم، مع التقدير الشخصى لمواءمة تطوير وتكييف وفحص واختبار بدائل للتصرف واتخاذ القرار^(٢). وسنتناول فى إيجاز علاقة كل من المتعاملين فى سوق الأوراق المالية بشبكة المعلومات ودور تكنولوجيا نظم المعلومات فى مرونة عمل هذه السوق.

أولاً، علاقة الهيئة العامة لسوق المال بشبكة الاتصالات ونقل المعلومات:

لما كانت الهيئة العامة لسوق المال هى الجهة الإدارية التابعة للدولة المسؤولة عن الرقابة والإشراف على مدى إتفاق أسلوب سير العمل بالسوق مع القوانين واللوائح المنظمة للتعامل بها، وتدعيماً لمبدأ الإفصاح والشفافية ومن منطلق دورها فى وضع القواعد التى تساهم فى حماية السوق والمتعاملين فيه وتنظيمه، فقد أعدت الهيئة الأدلة الإرشادية

(١) د. محمد المروسي محمد ، إقتصاد المعلومات، الجمعية المصرية للإقتصاد السياسى والإحصاء والنشر، سنة ١٩٩٨، رقم تسجيل ٧٧٩٢، ص ٩٤ .

(٢) نعيم سمع زغلول، إستخدام تكنولوجيا المعلومات فى إدارة الأزمات ، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية ، سنة ١٩٩٩ ، ص ٧٢ .

للإجراءات التي تقوم بها حتى يكون المتعاملون معها على علم كامل ورؤية واضحة بكيفية التعامل مع الهيئة، مما يؤدي إلى إنسياب العمل وجعله يسير بصورة تلقائية مرنة وبما يساهم في إيجاد مزيد من فرص الإستثمار.

وتتشر الهيئة هذه الأدلة من خلال موقعها على شبكة الإنترنت لتعريف الشركات التي تصدر أوراقاً مالية، ومراقبي الحسابات لتلك الشركات، بما تقوم به الهيئة من إجراءات للتأكد من مدى إلتزام هذه الشركات بمتطلبات العرض والإفصاح والنشر للقوائم المالية وفقاً لمعايير المحاسبة المصرية والدولية، ومدى إتفاق مراقبي الحسابات مع معايير المراجعة المصرية والدولية^(١).

وقد قامت الهيئة بتطوير الشبكة الداخلية للحاسب الآلي بها، وتطوير نظام الاتصال بشبكة المعلومات الدولية، ونظام حماية وتأمين قواعد البيانات ونظم المعلومات، فضلاً عن قيامها بتبنى مشروع التقييم الدولي للأوراق المالية المصرية في كل من الهيئة والبورصة وشركة مصر للمقاصة، كما قامت بتزويد الشبكة الداخلية بنظام للإدارة يمكن به مراقبة مواضع الإختناقات ومعالجتها فوراً، علاوة على تحديد أماكن أى أعطال على الشبكة مما يتيح سرعة التعامل معها، وتؤدي هذه الأعمال إلى الإسراع في نقل المعلومات خلال جلسات التداول ومواجهة إحتياجات ربط الشركة والجماعات الخارجية بالهيئة، في إطار نظام إسترجاع البيانات الجارى تنفيذه مع مشروع تنمية الأسواق المالية^(٢).

ومن أهم السياسات المستقبلية للهيئة العامة لسوق المال في مجال تكنولوجيا الإتصال ونقل المعلومات هو تطوير قاعدة بيانات أساسية عن تطور أسواق رأس المال العالمية تتضمن :

(١) د. أمين السيد لطفي، الإفصاح والشفافية ، معايير المحاسبة والمراجعة ، مجلة المال والإقتصاد ، العدد الأول يوليو سنة ٢٠٠١، ص ١٨٨ .

(٢) الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوى لسنة ٢٠٠١، ص ١٧، ص ٤٧ .

- ١- البيانات الخاصة بمؤشرات الأسواق المالية للدول المتقدمة.
- ٢- البيانات الخاصة بمؤشرات الأسواق الناشئة.
- ٣- النواحي القانونية والتشريعية لأسواق المال العالمية.
- ٤- متابعة وإعداد الدراسات والتقارير وأوراق العمل عن أهم التطورات الحديثة في أسواق المال العالمية.
- ٥- إعداد نشرة ربع سنوية تحتوي على أهم تطورات سوق رأس المال المصرى بالفتين العربية والإنجليزية مع نشرها على موقع الهيئة على الإنترنت.
- ٦- قيام قطاع أسواق المال الخارجية بالهيئة بتوفير وتبادل المعلومات مع العديد من الجهات الداخلية والخارجية، وذلك بهدف مزيد من الشفافية والإفصاح على المستوى الدولي.
- وبتنفيذ السياسات المستقبلية بدقة تستطيع الهيئة العامة لسوق المال أن تدفع البورصة المصرية إلى أن تضع قدمها على أول طريق البورصات العالمية^(١).

ثانياً: علاقة الشركات المصدرة بشبكة الاتصالات ونقل المعلومات؛

الشركات المصدرة هي الشركات المساهمة المرخص لها بإصدار الأسهم والسندات من هيئة الإستثمار أو هيئة سوق المال، والمسجلة في البورصة المصرية حتى يمكن تداول أسهمها بالبيع أو الشراء في البورصة، وتسجل الشركة المصدرة في شركة مصر للمقاصة، وذلك لاستكمال الخدمات التي تقدمها الشركة لهذه الشركات أو مساهميهها، سواء كانت الورقة المصدرة مادية أو محفوظة مركزياً، وقد بدأ ربط بعض الشركات المصدرة إعتباراً من أغسطس ١٩٩٩ بشركة مصر للمقاصة؛ حتى تستفيد هذه الشركات من شبكة المعلومات الخاصة

(١) الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوى لسنة ٢٠٠١، ص ١٧، ص ٤٧ .

بشركة مصر للمقاصة في توزيع ونقل المعلومات التي يحتاجها المشتركون والأعضاء في النظم العاملة بسوق الأوراق المالية المصري، أي خدمة الربط الآلي وتوزيع برامج التشغيل الخاصة بهذه المعلومات، حيث تحتاج هذه الشركات معلومات هامة تمدها بها هذه الشبكة مثل:

١- المعلومات الخاصة بقوائم المساهمين.

٢- مؤشرات حركة التداول على الورقة.

٣- إحصائيات عن الورقة المالية.

وهي معلومات تؤدي إتاحتها بسهولة ويسر، إلى مرونة العمل وإتخاذ القرارات داخل هذه الشركات، بخصوص عرض وشراء الأسهم داخل البورصة، مما ينعكس بصورة كبيرة على حسن أداء البورصة^(١).

ثالثاً، علاقة شركات إدارة السجلات بشبكة الإتصالات ونقل المعلومات:

أجاز القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ إنشاء شركات إمسالك حسابات وأرصدة المساهمين في

الأوراق المالية، وتكون ممثلة للمساهمين لدى شركة الحفظ المركزي في إجراء عمليات الإيداع والبيع والتمويل والرهن وفك الرهن (الأسهم المحفوظة مركزياً).

وهو نظام منقول عن نظام سوق المال الفرنسي، وقد تم تطويره بما يتناسب مع بيئة التعامل في سوق المال المصري.

وقد تم ربط جميع شركات إدارة السجلات بشركة مصر للمقاصة في ١٧/٣/١٩٩٩، وبذلك أصبحت جميع العمليات الخاصة بهذا النظام تتم من خلال الحاسب الآلي وشبكة المعلومات، وتستفيد شركات إدارة السجلات من شبكة الإتصال ونقل المعلومات الخاصة بشركة مصر للمقاصة من المعلومات الآتية:

(١) د. أمين السيد لطفى ، شبكة الإتصال ونقل المعلومات ودورها في دعم ومساندة نظام الحفظ المركزي للأوراق المالية، مجلة أخبار المال والإقتصاد، العدد السابع يناير، سنة ٢٠٠٢، ص ١٠٢.

- ١- بيانات حركة التداول.
- ٢- بيانات العمليات المنفذة بالبورصة الخاصة بهذه الشركات.
- ٣- البيانات المالية عن الشركات المصدرة للأوراق المالية.
- ٤- معلومات القواعد الفنية ودورات العمل والدورات المستتدية.
- ٥- معلومات قانونية عن نظم العمل.
- ٦- المعلومات المصرح لها بالإطلاع عليها، والتي تخص المتعاملين الآخرين من شركات السمسرة وشركات إدارة السجلات وشركة المقاصة.

رابعاً، علاقة شركات السمسرة بشبكة الإتصال ونقل المعلومات:

لما كانت شركات السمسرة هي الشركات المرخص لها من هيئة سوق المال والحائزة على موافقة البورصة المصرية، بتداول نشاط السمسرة في مجال الأوراق المالية وتمثيل المساهمين نيابة عنهم أمام البورصة في إجراء عمليات البيع والشراء في الأسهم المادية والأسهم المحفوظة حفظاً مركزياً، فإن علاقتها بشبكة المعلومات متميزة إذ يعتمد عملها في عمليات التداول على أجهزة الحاسبات المتصلة بالحاسب الرئيسي الخاص بالبورصة، سواء داخل قاعة التداول أو بالإتصال بين مقار الشركة والبورصة، وتستفيد شركات السمسرة من علاقتها بشبكة الاتصال والمعلومات الخاصة بشركة مصر للمقاصة في نقل المعلومات التي تحتاجها هذه الشركات وأهمها:

- ١- مؤشرات حركة التداول.
- ٢- أرصدة العملاء.
- ٣- بيانات العمليات المنفذة بالبورصة الخاصة بشركة السمسرة.
- ٤- البيانات المالية عن الشركات المصدرة للأوراق المالية.

٥- معلومات فنية عن دورات العمل والدورات المستتدية.

٦- معلومات قانونية عن نظم العمل.

٧- المعلومات المصرح لها بالإطلاع عليها والتي تخص المتعاملين الآخرين من شركات سمسة وإدارات سجلات أو شركة المقاصة.

خامساً: علاقة شبكة الإتصالات ونقل المعلومات بنظام شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي:

يتمثل الفرض الأساسي للشركة في الوصول للحياة المركزية للأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وتحويلها الى قيود دفترية للتسهيل والتبسيط والإسراع من تداولها فيما بين مختلف المساهمين، والممثل في نظام الحفظ المركزي، بالإضافة إلى إجراء عمليات المقاصة^(١)، وتنفيذ التسويات المالية للأوراق المالية التي يجري تداولها في البورصة وتطبيق نظام التسليم مقابل الدفع، كما تقوم شركة مصر للمقاصة بتنفيذ العمليات المقررة من قبل الشركات المصدرة مثل (توزيع الأرباح على المساهمين وتوزيع الأسهم المجانية، والأسهم المجزأة) وذلك نيابة عن الشركات المصدرة، وهذا النظام مرتبط بأرصدة الأسهم المحفوظة مركزياً، وقد تم بدأ الربط للبنوك العاملة في توزيع أرباح الأسهم والتي يطلق عليها نظام الكوبونات منذ تاريخ ١٩٩٨/١١/١، عن طريق ربط مجموعة من أفرع البنوك المشتركة في هذا النظام، والموزعة على عدد من محافظات الجمهورية، وذلك من خلال ربط شبكات المعلومات والإتصالات بالبنوك المشتركة، بشبكة المعلومات والإتصالات بشركة مصر للمقاصة والحفظ المركزي^(٢). أما باقي العمليات المقررة فيتم تنفيذها داخل شركة مصر للمقاصة، وعلى أرصدة المساهمين

(١) عملية المقاصة هي عملية التبادل للأوراق المالية مقابل دفع النقود.

(٢) د. أمين السيد لطفى، شبكة الإتصال ونقل المعلومات ودورها في دعم ومساندة نظام الحفظ المركزي للأوراق المالية، مرجع سالف الذكر، ص ١٧.

المسجلة فى قاعدة بيانات نظام إدارة السجلات،ومن أهم أهداف نظام المقاصة للأوراق المالية والتسوية ما يلى:

١- سرعة دوران الأوراق المالية، الأمر الذى يؤدى إلى أن يتم التداول على الأوراق المالية بمعدل أسرع من المعدلات السابقة على وجود هذا النظام.

٢- تقليل المخاطر الناتجة عن تسليم وتسلم الأسهم ما بين شركات السمسرة البائعة والمشتريّة.

٣- تقليل الفترة الزمنية التى كانت تستغرق لإستخراج شهادات نقل الملكية والتى تعد بمثابة السند القانونى الدال على ملكية العميل (المشتري) لهذه الورقة المالية.

٤- تطبيق نظام التسليم مقابل الدفع، وهو النظام المتبع فى معظم أسواق المال العالمية المتقدمة، وهو المبدأ الذى ينص على أن يقوم كل من طرفى عملية التداول بالإيفاء بالتزاماته تجاه الطرف الآخر، فى نفس التوقيت من خلال شركة مصر للمقاصة مما يقلل من المخاطر الناتجة عن عدم إتباع هذا النظام.

الفصل الثالث

سماسرة بورصة الأوراق المالية

نتناول في هذا الفصل سماسرة بورصة الأوراق المالية هي مبحثين، نتناول في المبحث الأول دور السماسرة في تنشيط عمل البورصة على مدى عدة عقود حتى صدور القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، والذي قرر أن يكون التداول في البورصة من خلال شركات السمسرة في الأوراق المالية، لتحل شركات السمسرة في الأوراق المالية محل سماسرة الأوراق المالية الأفراد، وذلك تمشياً مع التطورات الحديثة التي تستهدفها أسواق الأوراق المالية العالمية، ثم نتناول في المبحث الثاني شركات السمسرة في الأوراق المالية وتمريفها، ونحاول معرفة ماهيتها ودورها المنشود في تنشيط والنهوض بالبورصة.

المبحث الأول

دور السماسرة فى تنشيط عمل البورصة

نتناول فى هذا المبحث التعريف بسماسرة الأوراق المالية ومساعدتهم، وبيان موقعهم فى سوق الأوراق المالية منذ نشأته، ودورهم التاريخى فى إنشاء بورصة الأوراق المالية، وكيف أعطاهم القانون موضع العمود الفقرى بالنسبة للبورصة، فأصبحوا عماد البورصة ومحركها الرئيسى، حتى صدور القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الذى أنهى دور السمسار الفرد فى البورصة، وأسند لشركات السمسرة فى الأوراق المالية مهمة إكمال مسيرة السمسار الفرد فى تنشيط البورصة والمساهمة فى نموها، ليواكب بذلك التطور العالمى، لما للشركات من إمكانيات مالية كبيرة تسمح لها بإدخال تكنولوجيا المعلومات، وتوفير الأمان للمستثمرين، ويتوافر فيها الضمان الكافى لحسن أدائها لعملها.

أولاً، من هم سماسرة الأوراق المالية ؟

سماسرة الأوراق المالية هم وسطاء، يتوسطون فى بيع وشراء الأوراق المالية لحساب العملاء مقابل عمولة محددة من كل من البائع والمشتري، والسمسار مسئولاً وضامناً لكل صفقة يقوم بتنفيذها، والسماسرة يقومون بعمل له أهمية كبيرة فى تشجيع الإستثمار فى الأوراق المالية، وتسهيل الإجراءات التى يتطلبها، بأداء الخدمات المرتبطة به.

وجدير بالذكر أن السماسرة يجب أن يكونوا على حياد تام عند عقد الصفقات، كما يحظر عليهم عقد عمليات لحسابهم الخاص^(١)، وقبـد أخضع المشرع المصري قبول قيد السماسرة في بورصة الأوراق المالية لشروط تتصل بالكفاية الفنية والأهلية والشرف واليسار، وذلك في المواد من ٢٠ إلى ٢٧ من القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ المعدل بالقانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية، وقد تطلبت المادة ٢١ ألا يقل رأس مال طالب القيد كسمسار في البورصة عن عشرة آلاف جنيه، كما تشترط المادة ٢٥ من القانون نفسه عدم قيد المرشح في قائمة السماسرة إلا بعد أن يودع مصرف تمينه لجنة البورصة تأمينا لا يقل عن ألف جنيه نقداً أو مستندات حكومية أو خطاب ضمان من مصرف، ويخصص هذا التامين لضمان ما قد يُطلب من السماسرة في الوجوه الآتية على الترتيب:

- ١- المبالغ المستحقة للملاء.
- ٢- المبالغ المطلوبة للجنة البورصة.
- ٣- المبالغ المطلوبة لسماسرة آخرين.
- ٤- الغرامات المالية.

ثانياً: المندوبيون الرئيسيون والوسطاء:

يقوم سمسار الأوراق المالية في الأصل بعمله بنفسه، ولكن ما إن يتسع نشاطه حتى يستشعر الحاجة إلى أن يستعين بأشخاص يساعده، يسمون بالمندوبيين الرئيسيين أو يتخذ ما يسمون بالوسطاء أو الجلايين، وقد تناول القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ باللائحة العامة لبورصات الأوراق المالية تنظيم عمل المندوبيين الرئيسيين والوسطاء في المواد من ٣٩ إلى ٤٩ منه، وقد عرفت المادة ٣٩ المندوب الرئيسي بأنه

(١) د. عبد الفضيل محمد أحمد ، بورصات الأوراق المالية ، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة . سنة ١٩٨٨ . ص ١٣٥ .

مستخدم يعمل بأجر عند سمسار مكلف بمعاونته في تنفيذ الأوامر في المقصورة^(١)، ولا يجوز له أن يشتغل إلا بإسم السمسار الذي يتبعه ولحسابه وتحت مسؤوليته، وتحظر المادة ٤٠ على المندوب الرئيسي أن يكون طرفاً في العمليات التي يعقدها السمسار، كما تحظر على المندوب الرئيسي أيضاً أن يعمل لحسابه الخاص.

أما الوسيط أو الجلاب فقد عرّفته المادة ٤١ من القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ بأنه أداة الإتصال بين العميل والسمسار، يتلقى الأوامر من العميل ويبلغها للسمسار المقيد له، وللوسيط حق الحصول من السمسار على حصة لا تتجاوز نصف السمسرة عن العمليات المعقودة بواسطته.

وهناك نوعان من الوسطاء : الأول: هم الوسطاء الذين لهم حق التعاقد وهؤلاء لهم وحدهم حق دخول المقصورة بإسم السمسار الذي يتبعونه ويعملون لحسابه وتحت مسؤوليته، والثاني: هم الوسطاء الذين ليس لهم حق التعاقد وهؤلاء يظل عملهم خارج نطاق المقصورة.

وتجدر الإشارة إلى أنه لا يجوز الجمع بين عمل المندوب الرئيسي والوسيط، ولا يجوز لأيهما أن يلتحق بالعمل مع أكثر من سمسار واحد، كما أن لائحة البورصة تعتبر السمسار مسئولاً بالتضامن مائلاً مع المندوبين الرئيسيين والوسطاء التابعين له، عن الغرامات التي قد يحكم بها عليهم بمناسبة عملهم، كما أنه محظور على كل من السمسار والمندوب الرئيسي والوسيط إفشاء أسرار العملاء أو إعطاء أية معلومات عنهم لأية جهة كانت^(٢).

(١) المقصورة : هي المكان المخصص داخل البورصة لإتمام عمليات البيع أو الشراء ولا يجوز دخول المقصورة إلا للسمسرة والمندوبين الرئيسيين والوسطاء الذين لهم حق التعاقد ، أما البائعون والمشترون فإنه يخصهم لهم مكان خارج المقصورة، يجلسون فيه حتى إنتهاء عمليات التعامل على الأوراق المالية.

(٢) د. يسرى جرجس بسطا. دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٢٢ .

ثالثاً: الأعضاء المنضمون:

يتمثل الأعضاء المنضمون في، (المصارف والشركات وصناديق الإستثمار)، ويلعب الأعضاء المنضمون دوراً هاماً في بورصة الأوراق المالية، فهم أصحاب الخبرة والمشورة في مجال العقود والأوراق المالية، وبالتالي فإن إدارة البورصة تستعين بهم في هذا المجال لإبداء النصح والإرشاد، وتتجلى أهمية تواجد الأعضاء المنضمون في البورصة في أن تواجدهم يساهم في عدم إستئثار السماسرة بأمور البورصة بمفردهم، وحتى لا يؤثر على إدارة البورصة لتحقيق مصالحهم الشخصية وإن تعارضت مع مصالح المساهمين، ولقد اشترط المشرع عدة شروط يجب توافرها في الأعضاء المنضمون وهي:

- ١- أن يكون مزاولاً لنشاطه في مصر.
- ٢- أن يكون مشغولاً بعمليات بورصات الأوراق المالية لحساب الغير.
- ٣- أن يصدر قرار من الوزير المختص أو من ينوب عنه بتحديد الشركات وصناديق الإستثمار^(١).

رابعاً: الأعضاء المرسلون:

وهم أعضاء البورصة والسماسرة المقيدون في البورصات الأجنبية، وقد نصت اللائحة العامة المعدلة لبورصة الأوراق المالية الصادرة بالقانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧م على السماح بقيد الأوراق المالية الأجنبية في قائمة الأسهم، وكذلك السماح بقيد سماسرة أجنبية كمراسلين في البورصة والسماح لهم بتكوين شركات مع سماسرة مصريين ويتم قيد السماسرة الأجانب على شرط المعاملة بالمثل، ويعد أداء رسم القيد والإشتراك المحدد لسماسرة البورصة من المصريين، وبشرط أن يعمل

(١) أحمد محمد عبده، دور سوق الأوراق المالية في دعم إمكانيات التنمية الإقتصادية في مصر، رسالة ماجستير شهر منشورة، جامعة عين شمس، كلية التجارة، سنة ١٩٩٨، ص ٥١.

السماسرة المراسل عن طريق سمسار مصري، ويعتبر وجود الأعضاء المراسلون في مجال البورصة لمن الأهمية بمكان، حيث عن طريقهم يمكن إجراء عمليات تداول بين البورصات الأجنبية وبورصات الأوراق المالية المصرية، حيث يتم الاستفادة من الصفقات التي يعقدها المتعاملون بين البورصات المختلفة، في تنشيط التداول وحركة رؤوس الأموال.

خامساً، دور السماسرة في إنشاء بورصة الأوراق المالية المصرية،

نشأت بورصة الأوراق المالية المصرية كمرحلة لاحقة لبورصة البضائع، وقد أنشأت بالمبادرة من القطاع الخاص، وكان للسماسرة الدور الرئيسي في ظهور ونشأة البورصة، حيث كانوا يجتمعون لمعد الصفقات فيما بينهم على قارعة الطريق في البداية، وفي بعض المقاهي مثل مقهى نيويار بميدان الأوبرا بالقاهرة منذ عام ١٨٨٢، حيث لم تكن المعاملات تخضع لقواعد مدونة وإنما طبقاً للعادات والتقاليد التي يالونها، ومع التطورات الاقتصادية التي شهدتها مصر في أوائل القرن العشرين نتيجة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية للإستثمار في مصر، وانتشار شركات المساهمة، فقد حفزت هذه التطورات السماسرة ورجال الأعمال على بذل المزيد من الجهد والمحاولات لإنشاء سوق الأوراق المالية والتي بدأت نشاطها في الاسكندرية عام ١٩٠٢، وفي القاهرة سنة ١٩٠٧ من خلال شركة تم إنشاؤها بالتعاون مع نقابة السماسرة، وقد كان تنظيم شئون التعامل في الأوراق المالية وقيدتها في جدول الأسعار وتنظيم العلاقة بين السماسرة والجمهور يتم عن طريق نقابة السماسرة، وهي التي تعمل على تنظيم العمل في البورصة^(١)، وقد وضعت أول لائحة للبورصات بالقانونين ٢٣، ٢٤ لعام ١٩٠٩ وتم إصلاح سوق الأوراق المالية في مصر، وقد تم إغلاق البورصة أثناء الحرب العالمية الأولى من ١٩١٤

(١) د.عبد الحميد صديق ، سوق المال في مصر ودورها في تنمية وتطوير الإقتصاد القومي ، مرجع سالف الذكر، ص ٨٦ وما بعدها.

حتى ١٩١٦ ثم أعيد إفتتاحها، وقد خضعت سوق المال في مصر للنفوذ الأجنبي ونظام الامتيازات الأجنبية حتى عام ١٩٢٧ الذي تم فيه إلغاء الامتيازات الأجنبية، ومما هو جدير بالذكر أنه تم وضع لائحة جديدة للبورصة عام ١٩٢٣، وتم تعديلها عام ١٩٤٠^(١)، وقد ساهم مجموعة من رجال الأعمال المصريين أمثال طلعت حرب وأبورجيلة في إنشاء مجموعة من الشركات الصناعية والزراعية، التي تم طرح وتداول أسهمها في السوق المصرية مما أدى إلى وجود بورصة حقيقية في القاهرة والإسكندرية، وقد اتسمت بالازدهار والإنعاش وانتشار الوعي الإستثماري في مصر قبل التأميمات، ويرجع ذلك إلى المساهمة الفعالة التي كان يقوم بها القطاع الخاص خلال تلك الفترة، وإلى السماسرة ونقابتهم، والذين لعبوا الدور الأكبر في إنشاء وتنظيم البورصة في فتراتنا الأولى، وتنفيذ عمليات تداول الأسهم بإقتدار في الفترات التالية.

ساسا، الطرق التقليدية التي إتبعها السماسرة لإتتمام الصفقات داخل المقصورة،

مما هو جدير بالذكر أن هناك طريقتين تقليديتين أساسيتين لإتمام الصفقات داخل المقصورة هما، طريقة المناداة وطريقة لوحات العرض والطلب^(٢)، ونتناول بإيجاز عرض لكل منهما:

١ - **طريقة المناداة:** وتكون عندما تفتح الجلسة ويشرع السماسرة ومعاونوهم في النداء بأعلى أصواتهم لإتمام العمليات المكلفين بها في البورصة، ولا يظهرون ما إذا كانوا بائعين للأوراق المالية أو مشتريين لهذه الأوراق، وذلك خوفاً من إستغلال البعض لهذه المعرفة في فرض أسعار ليست في مصلحتهم، فيشتري منهم بأسعار منخفضة أو يبيع لهم بأسعار مرتفعة، ولذلك يكتفى السماسر بالمناداة باسم الورقة

(١) د. حسني المصري، شركات الإستثمار . دار النهضة العربية، القاهرة ، سنة ١٩٨١ .

(٢) د. يسري جرجس بسطا . دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر ، مرجع سبق ذكره، ص

المالية التي يود التعامل فيها دون ذكر أنه بائع أو مشتري، فإذا وجد مجيباً بالقبول إتجه إليه فوراً، ويصرح علانية كل برغبته في البيع أو الشراء مع ذكر السعر، فإذا كان أحدهما بائعاً والآخر مشترياً يتم التعاقد، وإلا إستمر السمسار في التداء حتى يجد مجيباً له .

٢- طريقة لوحات العرض والطلب: فضلاً عن العرض والطلب الشفويين، فهناك هذه الطريقة التي يقوم فيها السمسار قبل إفتتاح الجلسة بحوالي عشر دقائق، بتسليم الموظف المكلف بوضع جدول الأسعار بطاقات يبين فيها الطلبات أو العروض الخاصة بالأوراق المالية المكلف بالتعاقد عليها والأسعار التي يحددها لها، ويدون الموظف المختص هذه الطلبات وهذه العروض على اللوحات المنتشرة في البورصة على جانبي المقصورة بطريقة ظاهرة، ويكون لهذه الطلبات والعروض المبنية باللوحات حق الأولوية في التعاملات وعقد الصفقات، خاصة إذا كانت هذه التعاملات والصفقات متساوية مع الطلبات والعروض من حيث كمية الأوراق والسعر المرغوب عقدها به، وكل عملية تعقد خلافاً لذلك يتحتم إلغاؤها، ويمكن توضيح ذلك من خلال الآتي:

- إذا رغب أحد السماسرة في بيع ورقة من أوراق إحدى الشركات بسعر معين، وأثبت ذلك في لوحة العرض والطلب في المقصورة^(١) ففي هذه الحالة لا يجوز لأحد المشترين أن يشتري نفس الورقة من شخص آخر في المقصورة (غيره) بنفس السعر أو بسعر أكبر، حيث أن مصلحته تحتم عليه التعاقد مع من أثبت عرضه كتابة على لوحات العرض والطلب، كذلك إذا رغب أحد السماسرة في شراء كمية معينة من أوراق إحدى الشركات وبسعر معين، ثم قام بتدوين ذلك على لوحة العرض والطلب في مقصورة البورصة، ففي هذه الحالة لا يجوز لأحد

(١) على أن لا يتجاوز هذا السعر نسبة ٥% مموّداً أو هبوطاً من سعر إقفال اليوم السابق. وقد حدد المشرع هذه النسبة حماية للمستثمرين من التقلبات السريعة.

البائعين أن يبيع نفس الورقة لشخص آخر في المقصورة (غيره) بنفس السعر أو سعر أقل، حيث لا ضرر عليه من التعاقد مع السمسار الذي أثبت طلبه كتابة في لوحة العرض والطلب.

- وتجدر الإشارة إلى أن إتمام الصفقات في معظم بورصات العالم ومنها مصر الآن أصبح إلكترونيًا والأسبقية لمن سجل على شاشة الكمبيوتر وفقًا للميعاد الذي تم فيه العرض.

● مركز السمسار داخل البورصة:

أعطى المشرع المصري للسمسار أهمية بالغة بالنسبة للتداول في سوق الأوراق المالية، ونص على بطلان أي تصرف سواء بالبيع أو الشراء للأوراق المالية سواء كانت مقيدة بالبورصة، أو كانت غير مقيدة لا يتم بواسطة السمسار، فأصبح السمسار هو العمود الفقري بالنسبة للبورصة ومحركها الرئيسي، وكان له الدور الأكبر في تنشيط البورصة ومرونة التداول بها، فقد نصت المادة ٧٤ من القانون التجاري المصري المضافة بالقانون رقم ٢٣ لسنة ١٩٠٩ على أنه «لا تتمتع أعمال البورصة إنعقاداً صحيحاً إلا إذا حصلت بواسطة السماسرة المدرجة أسماؤهم في قائمة تحررها لجنة البورصة»، وقد تقرر مبدأ الإحتكار أيضاً في المادة ٢٠ مكرر من القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ المعدل بالقانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ حيث نصت على أنه «لا يجوز التعامل في الأوراق المالية، سواء كانت مقيدة بجدول الأسعار الرسمي أو غير مقيدة بالجدول، إلا بواسطة أحد السماسرة المقيدين ببورصات الأوراق المالية».

وعلى ذلك لا يصح التوسط في تداول الأوراق المالية من أي شخص كائناً من كان، بل يجب أن يكون هذا الوسيط مقيداً بالبورصة^(١)، كما نصت الفقرة الثانية من نفس المادة على الجزء بقولها «ويقع باطلاً بحكم القانون كل تعامل على خلاف ذلك».

(١) د. عبد الفضيل محمد أحمد ، بورصات الأوراق المالية، مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة ، سنة ١٩٩٠، ص ١٤٣ .

مع ملاحظة أن القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ قد نصت مادته الـ ١٨ على أن يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلاً، وبذلك قصر وجوب تدخل شركات السمسرة (سماسرة الأوراق المالية سابقاً) في التعامل على الأوراق المالية المقيدة بالبورصة، سواء في الجداول الرسمية أو الجداول غير الرسمية، وبذلك لا يخضع لوساطة شركة السمسرة التعامل على الأوراق المالية غير المقيدة بالبورصة، والتي يجرى التعامل عليها خارج البورصة، ويعتبر ما جاء به المشرع في هذا القانون أكثر اتِّفاقاً مع الواقع كما يسهل تداول الأوراق المالية غير المقيدة بالبورصة، لأن هذا التداول يتم في أغلب الأحوال بين طرفين يعرف كل منهما الآخر ويوليه ثقته، ومن ثم يكون من التمسف إجبارهما على اللجوء إلى إحدى شركات السمسرة لإتمام عملية البيع التي سبق إتمامها بين البائع والمشتري، ومن ثم لا يمدو أن يكون دور الشركة في هذه الحالة سوى دوراً شكلياً، بالإضافة إلى ما في ذلك من أعباء مالية تتمثل على الأقل في العمولة التي يجب دفعها للشركة، وتجدر الإشارة إلى أنه يجوز طبقاً لنص المادة ١٧ بند ٢ من قانون سوق رأس المال أن يتم الإعلان في البورصة عن عمليات تداول الأوراق المالية غير المقيدة^(١).

● إجراءات البيع والشراء داخل البورصة:

هناك مجموعة من الإجراءات لا بد من القيام بها لتنفيذ العمليات في البورصة، ويمكن إيجاز أهم ملامح هذه الإجراءات فيما يلي:

١ - بداية وكما سبق ذكره أنه لا يجوز أن تتم عمليات البيع والشراء للأوراق المالية إلا عن طريق السماسرة المقيدتين في البورصة

(١) د. صلاح أمين أبو طالب، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية، دار النهضة العربية، سنة ١٩٩٥، ص ٧.

ومعاونتهم (شركات الوساطة فى الأوراق المالية حالياً)، ولا يجوز التعامل فى البورصة فى غير الأوراق المدرجة بها، كما أن التعامل بين السماسرة من ممثلى البائعين وزملائهم من ممثلى المشترين يتم داخل المقصورة، حيث يتلاقى العرض بالطلب ويتم الإتفاق على السعر علناً.

٢- يتلقى السمسار أوامر عملائه ببيع أو شراء أوراق مالية شفويًا أو تليفونيا أو برقيا أو كتابة، ويحدد فى التعليمات الصادرة من العميل إلى السمسار:

- اسم الأوراق المالية التى يرغب العميل فى شرائها أو بيعها.

- عدد هذه الأوراق .

- السعر الذى يرغب فيه العميل بيعًا أو شراء

وهناك نوعين من الأوامر يعطيها العملاء للسماسرة لتنفيذ عمليات الشراء أو البيع هما :

أ - البيع أو الشراء بسعر محدد : وفيه يحدد العميل للسمسار مسبقاً السعر الذى يجب أن يبيع أو يشتري به، فيحدد السعر الأدنى فى حالة البيع، والسعر الأعلى فى حالة الشراء، بحيث لا يجوز للسمسار البيع بأقل من هذا الحد أو الشراء بأعلى من هذا الحد.

ب - البيع أو الشراء بسعر السوق : ويطلق عليه أحياناً البيع أو الشراء بالسعر الأفضل، ولا يحدد فيه العميل للسمسار السعر الذى يجب أن تتم به الصفقة بل يترك تحديد السعر الملائم للسمسار، بمعنى أن يحاول السمسار البيع بأعلى سعر ممكن أو الشراء بأقل سعر يمكنه الحصول عليه فى السوق، وينبغى أن تكون أوامر العملاء صريحة وواضحة أيًا كانت طريقة إبلاغها، وبالتالي ففى حالة عدم إعطاء الأوامر بصورة كتابية يجب تعزيزها بالكتابة بمنذورها، وعادة لا ينتظر السمسار حتى يصله هذا التعزيز بل يبرم الصفقة فور تلقيه

الأمر اعتماداً على الثقة المتبادلة بينه وبين العميل، وحتى لا يضيع على عميله فرصة شراء إنتهازها^(١).

٢- يقدم العميل - فى حالة البيع - للسمسار الذى يمثله الأوراق المالية التى يمرضها للبيع مع فاتورة الشراء التى يكون العميل قد أشتري بموجبها هذه الأوراق، والتى تكون صادرة من أحد السماسرة أو فاتورة من عضو منضم (بنك مثلاً)^(٢).

٤- يقوم السمسار بعملية البيع أو الشراء داخل البورصة عن طريق النداء أو بالتدوين فى لوحات العرض والطلب، وفى حالة اتفاق سماسرة البائعين والمشتريين فإن كلاً منهم يسجل العملية فى دفتر خاص عنده ويوقع كل من السمسارين فى دفتر الآخر، وبعد ذلك يتم قيد العملية فى قسيمة خاصة داخل المقصورة تشمل كل بيانات العملية، ثم تقدم هذه القسيمة إلى موظف مختص (مراقب المقصورة) ليقيّد بياناتها فى سجل، كما تقدم إلى موظف آخر يقوم بتسجيل الأسعار التى تم التعامل على أساسها على لوحة كبيرة معدة لذلك، وبهذا يعلن السعر للجميع ويكون هذا سعر التعامل فى هذا النوع من الأوراق فى تلك اللحظة، ومما هو جدير بالذكر أن عمليات البيع والشراء وتسوية الحسابات تتم الآن عن طريق شاشات الكمبيوتر، والتسوية تتم عن طريق شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزى.

٥- بعد أن يتم تنفيذ الأمر الذى يتلقاه السمسار عن عملية، فإنه يقدم للعميل كشف حساب عن كل صفقة، موضحاً فيها تاريخها وأسماء الأوراق المباعة أو المشتراه لحسابه والسعر الذى تم التعامل على أساسه، وقيمة كل نوع من الأوراق والقيمة الكلية للصفقة وقيمتها بعد

(١) د. يسرى جرجس بسطا ، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية فى مصر ، مرجع سبق ذكره، ص ٢٧ .
(٢) تتأكد شركة الوساطة فى الأوراق المالية حالياً من اسم مالك الورقة المالية عن طريق الكمبيوتر فى حالة وجود الأسهم فى الحفظ المركزى ، حيث لا يتم تداول أصول الأسهم وتظل بالحفظ المركزى لشركة مصر للمقاصة والتسوية.

خصم المبالغ المستحقة كسمسرة ورسوم فى حالة البيع أو إضافة تلك المبالغ فى حالة الشراء، وجدير بالذكر أنه فى الحالات التى يودع فيها العملاء أوراقهم المالية بالبنوك فإن العميل يوجه إلى سمساره خطاب تفويض يمنحه بموجبه حق سحب الأوراق المالية المملوكة له وإيداع ثمنها بالبنك، أو إيداع الأوراق المشتراه لحسابه وقبض قيمتها من حساب العميل بالبنك.

مما تقدم يتضح لنا كيف لعب السماسرة الدور الأكبر فى تكوين البورصة ونشأتها، وكيف كان لهم أكبر الأثر على تنشيط عمل البورصة ومرونة التداول للأسهم والسندات بها، وقد جاء القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ليقدر أن التداول فى البورصة يجب أن يكون من خلال شركات الوساطة وليس أفراد السماسرة، وذلك تمشياً مع التطورات التى شهدتها أسواق الأوراق المالية، لما للشركات من قدرات مالية وفنية تمكنها من تحقيق دورها المنشود فى النهوض بالبورصة، ولتتمكن من تحقيق الأعباء والواجبات المطلوبة منها فى مرحلة الإقتصاد الحر.

المبحث الثانى

شركات الوساطة المالية ودورها

المنشود فى النهوض بالبورصة

يقوم بتداول الأوراق المالية بيماً وشراءً فى بورصة الأوراق المالية - سواء بالقاهرة أو الإسكندرية - سماسرة متخصصون فى هذا النوع من العمل، ويصدر القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢، أصبح مباشرة هذا النشاط من خلال شركات إشتراط هذا القانون أن تأخذ شكل الشركات المساهمة أو شركات التوصية بالأسهم، وقد بلغ عدد الشركات الماملة فى نشاط الوساطة فى الأوراق المالية فى نهاية يناير سنة ٢٠٠٣م (١٤٦ شركة)^(١) (ولحماية المتعاملين فى البورصة إشتراط القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بالنسبة لشركات السمسرة، وكذلك مندوبى هذه الشركات داخل البورصة شروطاً معينة وهى:

- ١- أن تتخذ الشركة التى تزاوّل السمسرة فى الأوراق المالية شكل الشركة المساهمة أو التوصية بالأسهم.
- ٢- ألا يقل رأسمالها الفصدر عن ٢٥٠ ألف جنيه، وقد زيد أخيراً إلى ٢ مليون جنيه، مسدد منه مليون جنيه.
- ٣- أن تحصل الشركة على ترخيص بمزاولة المهنة من هيئة سوق المال، ويتطلب الحصول على ترخيص من هيئة سوق المال ما يلى:

(١) المصدر: شركة مصر للمقاصة والتسوية والصفه المركزى، إدارة المعلومات .

١ - تقديم شهادة بقاء الشركة في السجل التجاري.

ب - توضيح الأنشطة المطلوب مزاولتها ومدى إتفاق رأس المال مع هذه الأنشطة.

ج - بيان بأعضاء مجلس الإدارة والمديرين وخبراتهم على النحو الذي يحدده قرار مجلس إدارة الهيئة.

د - أن يكون المؤسسون وأعضاء مجلس الإدارة والمديرين حسنوا السمعة، مع تقديم ما يفيد أنه لم يصدر على أي منهم أحكام بمقوية جنائية أو جنحة في جريمة ماسة بالشرف أو الأمانة، أو الحكم بإشهار إفلاسها ما لم يكن قد رد إليه إعتباراً.

هـ - ما يفيد سداد رسم الترخيص وقدره ٥٠٠٠ جنيه.

و - ما يفيد أداء قيمة التأمين على النحو الذي يقره مجلس إدارة هيئة سوق المال.

وتزاول الشركة عملها داخل بورصة الأوراق المالية عن طريق رئيس مجلس الإدارة أو العضو المنتدب أو عن طريق مندوبين عنها، وفي جميع الأحوال يتم عقد إختبار لمن سيقوم بتنفيذ العمليات داخل البورصة نيابة عن الشركة في هيئة سوق المال، مع توافر معظم الشروط التي سبق أن إشتراطها القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ في مزاوله مهنة السمسرة وأهمها:

١- أن يكون متمتعاً بالأهلية القانونية وحسن السمعة.

٢- ألا يكون قد فصل تأديبياً من الخدمة، أو مُنع من مزاوله السمسرة، أو حكم عليه في جنائية أو جنحة أو حكم بإشهار إفلاسها.

٣- أن يكون حاصلاً على مؤهل عالي، وإجتيازه الإختبارات والدراسات التي تنظمها هيئة سوق المال.

٤- أن يكون متفرغاً ولا يملك في الأعمال التجارية أو في شركة سمسرة أخرى.

هذا وقد نصت اللائحة العامة للبورصات فى مادتها رقم ٢٠ على أن السمسار يعتبر ضامناً لسلامة البيع، وهى مسئولية كبيرة، حيث يتحمل السمسار قيمة الأوراق المالية بالكامل وليس فقط رد العمولة^(١)، أما إذا تم نقل الملكية بدون سمسار فإن العقد يعتبر عرضي، ولا يعتد به ولا تقبل الشركة التى تم التداول على أسهمها الإعتراف به أو نقل الملكية على أساسه، وعلى ذلك فالسمسار أو شركة الوساطة لهما صفة الرسمية التى يضيفانها على العملية.

● المركز القانونى لشركة السمسرة فى الأوراق المالية:

تعتبر شركات السمسرة فى الأوراق المالية فى المركز القانونى للوكيل بالعمولة، ذلك لأنها تتعامل فى الأوراق المالية بإسمها الخاص ولكن لحساب العميل (الموكل) مقابل أجر أو عمولة^(٢)، بحيث تبدو أمام المتعاقد وكأنها الطرف الأصيل فى التعاقد، فضلاً عن أنه إذا إستدنا إلى طبيعة عمل شركات السمسرة لكانت وكيلا بالعمولة، لأن العمل ذو طبيعة تجارية وهى التوسط فى بيع وشراء الأوراق المالية على سبيل الاحتراف^(٣)، ويترتب على إعتبار شركات السمسرة فى الأوراق المالية وكلاء بالعمولة أن تنطبق عليهم أحكام الوكالة بالعمولة التى نظمها القانون التجارى المصرى فى المواد من ٨١ إلى ٨٩ من الفصل الرابع، وبالتالي تترتب الآثار القانونية للوكالة بالعمولة على العلاقات القانونية الناشئة عنها كالتالى:

١- ففى العلاقة بين شركة السمسرة والمتعاقد معها من الغير، فإنه وفقاً لنص المادة ٨٢ من القانون التجارى فالسمسار هو الملزم دون غيره لمن يتعامل معه، فشركة السمسرة هى الطرف المتعاقد مع هذا الغير،

(١) د. ناجى خضية ، إدارة المنشآت المالية، دار أم القرى بالمنصورة ، سنة ١٩٩٧م، ص ٣٥٤ .

(٢) د. عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره، ص ١٥٠ .

(٣) د. محمود سمير الشرقاوى ، القانون التجارى، الجزء الثانى ، دار النهضة العربية، سنة ١٩٨١، ص

وبالتالى تتصرف إليه الحقوق والإلتزامات، فتصبح شركة السمسرة والغير المتعاقد معها الدائن والمدين كل منهما تجاه الآخر، ولكل منهما الرجوع على الآخر والتمسك تجاهه بالدفع الناشئة عن العلاقة العقيدية التى تربطهما، ولا يكون للغير المتعاقد- ولو علم بشخصية عميل شركة السمسرة - أى الموكل، أن يرجع عليه ولو كشفت شركة السمسرة عن إسم عميلها، ولو كان هذا الكشف بإذن هذا العميل ما دامت الشركة تتعاقد بإسمها هى، ويترتب على إعتبار شركة السمسرة هى الملتزمة تجاه المتعاقد معها، أنه فى الفرض الذى تكون فيه شركة السمسرة مشتريه، تضاف إليها حقوق المشتري فتصبح هى الدائنة للبائع بنقل الملكية وتنتقل فعلاً الملكية إليها، كما تصبح دائنة للبائع بتسليم المبيع وبضمان الإستحقاق وبضمان العيوب الخفية، وفى الفرض الذى تكون فيه شركة السمسرة هى البائعة فإن حقوق البائع تضاف إليها فتصبح هى الدائنة للمشتري بالثمن، وكما تتصرف إلى شركة السمسرة الحقوق على الوجه المتقدم الذكر كذلك تتصرف إليها الإلتزامات، فإذا كانت مشتريه كانت هى المدينة بالثمن للبائع، وإذا كانت بائعة كانت هى المدينة بنقل الملكية وبالتسليم وبضمان الإستحقاق وبضمان العيوب الخفية.

٢ - وفى علاقة شركة السمسرة بالعميل، فإن عقد الوكالة يربط بينهما إرتباط الوكيل بالموكل، ولما كانت الشركة تتعاقد مع الغير بإسمها فينصرف أثر التعاقد إليها، فإن الوكالة تقضى بنقل هذا الأثر من شركة السمسرة إلى العميل فتنتقل الحقوق والإلتزامات من كل طرف للآخر، وهذا بخلاف الوكالة العادية حيث لا حاجة لهذا النقل إذ الحقوق والإلتزامات التى يعقدها الوكيل تضاف إبتداءً إلى الموكل (العميل).

٣ - أما فى علاقة العميل بالغير فالأصل أن الحقوق والإلتزامات الناشئة عن تعاقد شركة السمسرة مع الغير لا تتصرف إلى العميل مباشرة

وإنما يكون المسئول عنها هي شركة السمسرة، وقد أكدت ذلك المادة ٨٢ من القانون التجارى الذى قررت أن الوكيل بالعمولة هو «الملزوم دون غيره لموكله ولمن يتعامل معه، وله الرجوع على كل واحد منهما بما يخصه من غير أن يكون لأحدهما طلب على الآخر»، والإستثناء الوحيد على الأصل العام قررته المادة ٣٨١ من القانون التجارى، إذ أوجدت علاقة مباشرة بين الموكل والغير فقط عند إفلاس الوكيل بالعمولة متى كان الوكيل مكلفاً بالبيع، وأفلس قبل قبض الثمن بتفاديا لدخول الثمن فى تفليسة الوكيل بالعمولة وإضطراب الموكل للخضوع لقسمة الغرماء، أو إذا كان الوكيل مكلفاً بالشراء وأفلس بعد دفع الثمن وقبل تسلم المبيع، يكون للموكل مطالبة البائع بحقوقه فى الحاليتين مباشرة دون الدخول فى التفليسة.

● مسئولية شركات السمسرة فى الأوراق المالية تجاه العميل،

تلتزم شركة السمسرة فى الأوراق المالية عندما تؤدى مهامها فى تنفيذ أوامر العملاء الصادرة إليها، باحترام الأحكام القانونية وتعليمات العملاء، وأن تتصرف بعناية وتبصر، وأن تتخذ الإحتياطات التى تستلزمها الظروف الخاصة التى تتم فيها عمليات البورصة، وترتب على إغفال هذه الإحتياطات قيام مسئوليتها.

ولما كانت شركة السمسرة تعتبر من الناحية القانونية وكيل بالعمولة فإن الشركة تسأل وفقاً للقواعد العامة فى الوكالة بالعمولة، ذلك لأن النصوص الخاصة المنظمة للبورصة ونشاط سمسرة الأوراق المالية لا تستطيع توقع كل الإحتمالات، وبالتالي يلزم فى حالات كثيرة تفسير أو تكملة هذه النصوص بالإستعانة بالأحكام العامة فى المسئولية^(١)، وبتابعة مراحل وطبيعة عمليات البورصة يمكن التعرف على الحالات التى يمكن القول أن فيها مسئولية سمسار الأوراق المالية (شركة

(١) د. عبد الفضيل محمد أحمد ، بورصات الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره، ص ١٩٨ .

السمسرة)، فهذه المسؤولية قد تنشأ عن أفعال سابقة أو معاصرة أو لاحقة لعمليات البورصة التي تقوم بها شركة السمسرة، ويمكن تصور حالات مسئولية شركات السمسرة في الفروض التالية:

١- إذا لم تقم شركة السمسرة بالتحقق من كون العملية المطلوب إجراؤها صحيحة، كما لو كانت الأوراق المالية التي تم بيعها أو شراؤها غير قابلة للتداول، وهو ما يتحقق إذا كانت أسهمًا عينية لا يصح تداولها إلا بعد مرور فترة معينة من تأسيس الشركة، أو كانت مثقلة بشروط المنع من التصرف، أو إذا كانت الأوراق المالية غير مستوفاة الشروط القانونية أو مستهلكة، أو كانت غير مقيدة في البورصة، أو كانت محجوزًا عليها وأعلنت لجنة البورصة عن الحجز، وتقوم مسئولية شركة السمسرة كذلك إذا كانت الورقة المالية مزورة تزويرًا واضحًا.

٢- إذا لم تقم شركة السمسرة بواجبها في التحقق من شخصية العميل ومحل إقامته وأهليته وصفته.

٣- إذا لم تقم شركة السمسرة بالتحقق من ملكية العميل للأوراق المالية التي يأمر ببيعها.

٤- إذا أخطأت الشركة عند تنفيذ أوامر العميل الصادرة إليها مثل البيع بسعر أقل من الذي حدده العميل كحد أدنى للبيع بمقتضاء، أو الشراء بسعر أزيد من الذي حدده كحد أقصى للشراء به، أو أن تخطأ في الورقة المالية المراد شراؤها فتشتري ورقة أخرى، أو لم تقم بتنفيذ الأمر دون مبرر معقول.

٥- وقد يصدر من شركة السمسرة خطأ في مرحلة لاحقة لتنفيذ الأوامر الصادرة إليها من العميل، كأن تمتنع عن تسليم العميل الأوراق المالية التي إشترتها لصالحه أو تمتنع عن تسليمه ثمن أوراق قامت ببيعها لحسابه.

وفى كل الأحوال متى قامت مسئولية شركة السمسرة فهي ملتزمة بتعويض العميل، وقد نصت المادة ١٨ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على أن تضمن الشركة (شركة السمسرة) سلامة العملية التي تتم بواسطتها .

كما نصت المادة ٩٦ من اللائحة التنفيذية لهذا القانون على أن تلتزم شركة السمسرة التي نفذت عملية على خلاف أوامر العميل، أو على ورقة مالية غير جائز تداولها قانوناً، أو محجوزاً عليها، بتسليم ورقة غيرها خلال أسبوع من تاريخ المطالبة، وإلاّ وجب عليها تعويض العميل، وذلك دون إخلال بحقها في الرجوع على المتسبب بالتعويض.

وطبقاً لهذا النص لا تلتزم شركة السمسرة في مواجهة العميل الأمر بالشراء بتسليمه ورقة أخرى في حالة إذا نفذت العملية طبقاً لأوامر العميل، وعلى ورقة يجوز تداولها، ولم يتم التعاقد مع الشركة بتنفيذ إلتزامه، بمعنى أن شركة السمسرة لا تضمن تنفيذ العملية التي توسطت في إتمامها ولكنها فقط تضمن صحة العملية وفقاً للواجبات المفروضة^(١).

● أهم واجبات شركات السمسرة:

حددت اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢^(٢) واجبات شركات السمسرة ودورها في البورصة، ونعرض في إيجاز أهم واجبات هذه الشركات، والخاصة بالتداول وتنفيذ العمليات في البورصة فيما يلي:

١- يجب أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المنصوص عليها في القانون (ومنها شركات السمسرة) شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.

(١) د. صلاح أمين أبو طالب، دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية، دار النهضة العربية، سنة ١٩٩٠، ص ٦٧.

(٢) اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، الهيئة العامة لشؤون المطابع الأميرية، سنة ١٩٩٧. الفصل الثاني أحكام التداول وتنفيذ العمليات، ص ٧٢ وما بعدها.

٢- يحظر على شركة السمسرة إتباع سياسة أو إجراء عمليات من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها أو الإخلال بحقوقهم، كما يحظر عليها عقد عمليات لحسابها الخاص أو لحساب أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين أو أحد العاملين بها .

٣- يجب على شركة السمسرة تسجيل أوامر العملاء فور ورودها إليها، ويتضمن التسجيل مضمون الأمر واسم مصدره وصفته وساعة وكيفية وروده إلى الشركة والتمن الذي يرغب العميل التعامل به .

٤- يجب عرض الأوامر الصادرة من العملاء للشركة بطريقة تكفل العلانية وبالبيانات اللازمة للتعريف بالعملية، وعلى شركة السمسرة في حالة قيامها بعملية-تنفيذاً لأوامر صادرة إليها من طرفيها- الإعلان عن ذلك بطريقة واضحة على لوحة التداول لمدة نصف ساعة على الأقل قبل تنفيذ العملية، على أن تكون أسعارها مساوية لسعر الإقفال أو سعر التداول حسب الأحوال، ويجوز لكل شركة خلال مدة الإعلان التدخل لتنفيذ العملية بذات شروط العميل بسعر أعلى من سعر الطلب أو أقل من سعر العرض.

وقد وضعت اللائحة هذه المادة لضمان الشفافية ومنع المضاربات الوهمية، أو أى عمليات غير مشروعة قد تقوم بها شركات السمسرة لتحقيق مصالح لحسابها أو لحساب الشركات المعارضة للأسهم.

٥- يجب على شركة السمسرة عرض أوامر العملاء خلال المدة وبالشروط المحددة بأوامرهم، وإذا لم يحدد العميل أجلاً لتنفيذ الأمر وجب على الشركة عرضه في أول جلسة تالية لوروده، ويتم تنفيذ الأوامر بحسب تاريخ وساعة ورودها لشركة السمسرة كما يكون تنفيذ الأوامر التي تعطى لممثل الشركة أثناء التداول وفقاً لأولوية ورود تلك الأوامر، كما يجب على الشركة إستكمال إجراءات عقد العملية وإخطار البورصة والعميل بتنفيذها خلال يوم العمل التالى من عقد العملية .

وإذا كانت هذه الواجبات التي فرضها المشرع على شركات السمسرة المقصود بها حسن أدائها لدورها في البورصة، ولمنع أي تحايل أو غش أو تريع على حساب المستثمرين، وضمان الشفافية والوضوح في التعاملات، بما يضمن الأمان للمستثمرين ويكسب البورصة ثقتهم، بما يؤدي إلى زيادة جذب رؤوس الأموال للإستثمار في البورصة، ويؤدي بدوره إلى تنشيط عمل البورصة وحسن أدائها للوظيفة المنوطة بها بما يؤثر على النشاط الإقتصادي بالإيجاب، فقد جعل من الهيئة العامة لسوق المال الرقيب على تنفيذ الشركات لهذه الواجبات، وقد نص القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ على العقوبات المترتبة على مخالفة قانون سوق رأس المال أو اللائحة التنفيذية له في باب خاص، هو الباب السادس منه، وتراوحت العقوبات في نصوص هذا الباب ما بين الحبس لمدة لا تزيد عن خمس سنوات أو الغرامة التي لا تقل عن خمسين ألف جنيه، أو أحد العقوبتين، في حالات التزوير وطرح أوراق مالية أو تلقي أموالاً بالمخالفة لأحكام هذا القانون، أو عمل على قيد سعر غير حقيقي أو عملية صورية، أو المحاولة بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق، وبين الغرامة التي لا تقل عن خمسة آلاف جنيه لكل من يتصرف في أوراق مالية على خلاف القواعد المقررة في هذا القانون^(١)، وغرامة لا تقل عن ألفين جنيه لكل من يخالف أحد الأحكام المنصوص عليها في اللائحة التنفيذية لهذا القانون، وفي كل الحالات السابقة يجوز الحكم بالحرمان من مزاولة المهنة، أو حظر النشاط الذي وقعت الجريمة بمناسبته وذلك لمدة لا تزيد على ثلاثة سنوات.

ومما هو جدير بالذكر أن المادة ٦٨ جعلت المسؤولية على عاتق المسئول عن الإدارة الفعلية بالشركة، وتكون أموال الشركة ضامنة في جميع الأحوال للوفاء بما يحكم به من غرامات مالية، وفضلاً عن الرقابة العامة المفروضة على شركات السمسرة من الهيئة العامة لسوق المال

(١) القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ ، الباب السادس، المواد من ٦٣ حتى ٦٩ .

فهناك رقابة أخرى فرضها المشرع على أداء شركات السمسرة من أطراف متعددة، وهذا هو أحد الأسباب التي أدت بالمشرع إلى إدخال شركات السمسرة وتداول الأوراق المالية إلى دائرة شركات الأموال، ونعمرض في إيجاز للأهداف التي أدت بالمشرع إلى إدخالها إلى دائرة شركات الأموال، ثم نتناول الرقابة على أداء هذه الشركات من طرف مراجعي ومراقبي الحسابات المسجلين لدى الهيئة العامة لسوق المال.

● الأهداف التي أدت بالمشرع إلى اشتراط أن تكون شركات السمسرة شركة مساهمة أو توصية بالأسهم (شركات أموال)،

١- توفير الحد الأدنى من رأسمال الأسهم (رأسمال الحصص) اللازم لإدارة نشاط هذه الشركات.

٢- فصل الملكية عن الإدارة، وإدارة الشركة من خلال فريق إداري متخصص ومدرّب على إتخاذ القرار.

٣- رقابة المساهمين أصحاب الحصص على أداء الإدارة من خلال الجمعية العامة العادية، وضمان الرقابة بشكل أكثر قانونية في حالة إجراء تعديلات أو تغييرات جذرية في الهيكلة التمويلية أو التنظيمية أو القانونية أو الإدارية للشركة من خلال الجمعية العامة غير العادية.

٤- رقابة مراجع الحسابات الخارجى الممثل لمصالح المساهمين والمستول أمامهم في الدفاع عن مصالحهم.

٥- رقابة متعددة الأطراف من خلال الهيئة العامة لسوق المال، هيئة الإستثمار، ووزارة المالية وكافة الإدارات والأجهزة الرقابية الأخرى في المجتمع الإقتصادي^(١).

ولقد شدد القانون على عملية المراجعة والرقابة الخبارجية على أداء شركات السمسرة وتداول الأسهم، حيث أوكل عملية الرقابة

(١) د. محمد الممرؤسى محمد ، إقتصاد المعلومات ، الجمعية السياسية للإقتصاد السياسى والتشريع، سنة ١٩٩٨ ، رقم تسجيل ٧٧٩٢ ، من ٢٢٢ .

الخارجية للمكاتب المهنية المتخصصة والمسجلة فقط لدى الهيئة العامة لسوق المال، ومن أهم الأنشطة التي تمارسها شركات السمسرة وتخضع لرقابة هذه المكاتب ما يلي:-

- ١- إلزام شركة السمسرة بأصول وأداب المهنة، وعدم مباشرتها لأى أداء يخل بالأداء المهني لتحقيق منفعة شخصية للشركة على حساب المتداولين أو حساب الوحدة موضوع التداول.
- ٢- إلزام شركة السمسرة بإمساك مجموعات الدفاتر النظامية التي نص عليها القانون فى هذا الشأن.
- ٣- إلزام شركة السمسرة بالإشتراك فى شبكة المعلومات المغلفة مع كل من إدارة سوق المال، وشركات السمسرة الأخرى، والوحدات الاقتصادية موضوع التداول، لبث وإستقبال كل تحركات الأوراق المالية المتداولة.
- ٤- مراقبة الإيرادات المحققة لشركات السمسرة من عمليات البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة لحساب العملاء.
- ٥- مراقبة إلزام شركة السمسرة بسداد قيمة الأوراق المالية التي تم بيعها لمصلحة العملاء بعد إستقطاع قيمة العمولة المتفق عليها .
- ٦- مراقبة مضروقات شركة السمسرة المستحقة والمدفوعة وإرتباطها بالنشاط الفعلى للشركة.
- ٧- مراقبة النظام المحاسبى لنشاط الشركة يومدى إلزامها بمبادئ وأصول المحاسبة المرعية .
- ٨- مراقبة مدى إلزام الشركة بالقواعد المنظمة لها طبقاً للقانون الذي ينظم نشاطها^(١).

(١) د. محمد المرزوقى محمد ، إقتصاد المعلومات ، مرجع سبق ذكره، ص ٢٢٠ .

• الدور المنشود لشركات الوساطة (السمسرة) في النهوض بالبورصة،

مما تقدم يتضح لنا أن القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن سوق رأس المال قد أوجب أن تحل شركات السمسرة محل السماسرة في بيع وشراء الأوراق المالية داخل البورصة، وقد أعد المشرع هذه الشركات للإضطلاع بهذا الدور لتواكب التقدم العالمي في أسواق رأس المال والذي يتطلب تطوير أدوات هذه الأسواق فقد وضع شروطاً لقبول هذه الشركات في البورصة وحدد المسؤوليات الملقاه على عاتقها وعمل على توفير الرقابة الشديدة عليها من عدة جهات، وقد أراد المشرع بقصر التداول على شركات السمسرة دون غيرها حماية المستثمرين واكتساب ثقتهم، إذ لا يتوافر للسماسر الفرد الإمكانات الفنية والمالية أو الضمانات اللازمة لهذه المرحلة من مراحل التقدم على مستوى العالم، وحتى لا يقع المستثمرون فريسة لإستغلال المضاربين المحترفين، وقد أوجب المشرع على شركات السمسرة أن تتوافر فيها الملاء والخبرة في أعمال البورصة، كما أوجب أن تتوافر لدى العاملين فيها ما يسمى بأخلاقيات المهنة بالإضافة إلى التخصص والعلم بأصول أسواق الأوراق المالية، كما أن قصر التعامل في الأوراق المالية على هؤلاء المتخصصين يشكل ضماناً لحسن سير سوق الأوراق المالية وحمايته، وتوحيد القواعد السائدة فيه مع توفير الثقة والأمان للمستثمرين، بما يؤدي إلى تشجيع تداول الأوراق المالية وما يتبعه من تنشيط لبورصة الأوراق المالية بعد أن أصابها الركود والكساد لفترة طويلة، ويكتسب هذا التحول أهمية كبيرة في الوقت الحاضر وذلك بعد أن بدأت الدولة تبنى سياسة خصخصة شركات القطاع العام، وما يستتبع ذلك من إزدياد تداول الأوراق المالية وتنشيط لبورصة الأوراق المالية^(١)، وحتى يمكن جذب ثروات المصريين والأجانب إلى أسواق الأوراق المصرية فنحن مضطرون إلى ملاحقة

(١) د. صلاح أمين أبو طالب: دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ٩.

التطور العالمى فى مجال الأوراق المالية، فالأسواق صارت صناعة كبرى نتيجة للطفرات المتلاحقة فى أدوات الإتصال وأشكال التعامل، خصوصاً وأن القيم المنقولة ثروات سريعة الحركة وتستجيب للمغريات والحوافز وتنفّر من القيود والأعباء، وهى ثروة تتنافس عليها مختلف المراكز المالية فى العالم، ولتوظيف الأموال فى بورصات الأوراق المالية يفترض القيام بدراسات إقتصادية ومالية عميقة، ذلك أن الإستثمار الذى يتم إعتماداً على المصادفة أو المجازفة قد ينقلب إلى خسارة فادحة^(١).

ومما يساعد المدخر على التعرف على أحوال الشركات المصدرة للأوراق المالية أن هذه الشركات تقوم بنشر مجموعة من البيانات المتعلقة بمركزها المالى ونشاطها فى قوائمها المالية، ويمكن لشركات السمسرة إعتماداً على هذه البيانات أن تقدم النصائح حول مدى ملاءمة شراء أو بيع صكوك شركة معينة بما يساهم فى النهوض بحركة رؤوس الأموال وجذبها للإستثمار فى البورصة، وبما يؤدى إلى دعم البورصة وتشغيلها.

(١) د. عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية ، مرجع سبق ذكره، ص ٢٠٨ .

الفصل الرابع

سلوك المستثمرين في الأوراق المالية ودوره في التأثير على أداء البورصة

يختلف سلوك المستثمرين في الأوراق المالية باختلاف أهدافهم وتختلف هذه الأهداف باختلاف ظروفهم الإقتصادية والإجتماعية والثقافية، ومع تعدد وتنوع سلوك المستثمرين فقد تظهر بعض المشكلات في التعاملات في البورصة، وقد يتأثر أداء البورصة بهذه المشكلات بالسلب، وقد يؤدي سلوك المستثمرين السوى إلى التأثير على أداء البورصة بالإيجاب.

وعلى ذلك سوف تنقسم دراستنا في هذا الفصل إلى ما يلي:

المبحث الأول: تعدد واختلاف أهداف المستثمرين في الأوراق المالية.

المبحث الثاني: تأكيد أداء البورصة بسلوك المستثمرين.

المبحث الأول

تعدد واختلاف أهداف المستثمرين فى الأوراق المالية

تختلف أهداف المستثمرين فى الأوراق المالية باختلاف ظروفهم الإقتصادية والإجتماعية والثقافية، فالمستثمر ذو الدخل المحدود الذى يعتمد اعتماداً رئيسياً على مصدر واحد لدخل ثابت أو شبه ثابت بحاجة إلى تجنب المخاطر فى استثماره، لذلك فهو يحدد الورقة المالية ذات العائد المضمون كالسندات أو الأسهم الجيدة التى تتمتع بصفات الربحية المناسبة، والنمو المستمر، وإستقرار أسعارها فى البورصة، كذلك الحال بالنسبة للمستثمر ذى الحالة الإجتماعية البسيطة، أما إذا كان المستثمر من الأشخاص ذوى مصادر الدخل المتنوعة والحالة الإجتماعية الميسرة ويريد استثمار هذه الأموال الفائضة لتحقيق ربح سريع أى استثمار قصير الأجل، فهو إما أن يكون من الأشخاص الذين يقبلون على مواجهة المخاطر فيقبل على شراء أسهم الشركات التى تتوقع ربحاً عالياً وسريعاً، أو يكون من الأشخاص الذين يتجنبون المخاطرة المالية، فهو يقبل على تنويع الإستثمارات بتشكيل محفظة قوامها شراء متنوع لسندات وأسهم الشركات الجيدة فى القطاعات الإقتصادية المختلفة، والمرشد الإستثمارى فى ذلك هو شركات الوساطة (السمسار)، أما المستثمر ذو الثقافة المالية والدراية بالشركات وأرباحها ووضعها المالى فى السوق،

فيستطيع أن يحدد ما هي الشركات التي يشتري أسهمها، وما هو التوقيت المناسب للشراء والبيع، أما قليل الثقافة فهو يسير وراء الشائعات دون استطاعته التمييز بين الأسهم، ما ينفع منها ويحقق الربح وما يتوقع له الخسارة، فهو يسير وراء الآخرين دون أن يدري إن كانوا على خطأ أم على صواب «فيما يسمى بنظرية القطيع في محاولة للربح السريع»^(١).

ويمكن تقسيم المستثمرين في الأوراق المالية وفقاً لاختلاف أهدافهم إلى أربعة مستثمرين:

- ١- مستثمرون يستهدفون الربح.
- ٢- مستثمرون يستهدفون النمو المتميز.
- ٣- مستثمرون يستهدفون النمو الدوري.
- ٤- مستثمرون يستهدفون النمو الديناميكي.

أولاً: المستثمرون الذين يستهدفون الربح:

هم الذين يسمون إلى الحصول على دخل من وراء إستثماراتهم في الأوراق المالية،

وتعتبر خططهم لتحقيق هذا الهدف من أبسط وأوضح الخطط، وفي سبيل تحقيق ذلك الهدف فإن المستثمر يسعى إلى تحقيق ما يلي:

أ - ضمان وسلامة أصل مبلغ الإستثمار.

ب - الحصول على عائد توزيعات أعلى من المتوسط.

ج - مضاعفة إستثماراته في الفترة الطويلة.

ولذا فهو يبحث عن إختيار الأوراق المالية للشركات التي يتميز عائدھا بالإستقرار والإرتقاء التدريجي، وبالتالي يقوم بالإهتمام بدراسة ماضي

(١) د. محمد سليم ، الادارة المالية في ظل الكوكبية ، دار الهائى للطباعة سنة ١٩٩٧ ، ص ٢٥١ وما بعدها.

الشركة، وبذلك فهو لن يقدم على شراء الأوراق المالية للشركات الجديدة أو الشركات التي تقوم بإنتاج منتجات غير عادية، وعادة فإن هذا النوع من المستثمرين يتبع إستراتيجية الإحتفاظ بالأوراق المالية الخاصة به، والإكتفاء بالحصول على المائد الدورى المتمثل فى الكوبونات، ويقوم بشراء الورقة المالية عندما يزيد عائدها على عائد البنك بنسبة معقولة .

ثانياً، المستثمرون الذين يستهدفون النمو المتميز:

هم الذين يهدفون إلى تحقيق نمو سريع نسبياً فى ثرواتهم بحيث يتم مضاعفة هذه الثروات خلال سنوات قليلة نسبياً «حوالى خمسة سنوات»، وعلى ذلك فهم يبحثون عن الأوراق المالية التي تتميز الشركات المصدرة لها بميزتين أساسيتين:

١- الشركة التي تتمتع القائد فى مجالها وخصوصاً المجال الصناعى، والتي لها سجل موثق يوضح ويؤكد هذه السيطرة.

٢- الشركة التي تتوافر عنها بيانات مؤكدة توضح زيادة مضطردة فى عائدها وبمعدل سنوى جيد .

ولما كانت الأوراق المالية الخاصة بمثل هذه الشركات تتميز بتفضيل عال من قبل كافة المستثمرين فى الأوراق المالية - سواء فى ذلك الأفراد أو المؤسسات- فإن هذه الأوراق غالباً لا تكون متوافرة للتداول إلا فى حالات معينة، خاصة عند حدوث إنخفاض رئيسى فى سوق المال، وعلى هذا فإن على مثل هذا المستثمر القيام بفحص يومى لمؤشرات سوق المال حتى يستطيع إنتقاء الوقت المناسب لعملية الشراء .

ومستثمرى النمو المتميز يخصصون وقتاً أكبر فى عمليات الإنتقاء وتكوين محافظهم المالية، ويشاركون مع المستثمرين الذين يستهدفون الربح فى أن كلاهما يطبق إستراتيجية الإحتفاظ بالأوراق المالية وإن اختلف المدى الزمنى لكل منهما .

ثالثاً: المستثمرون الذين يستهدفون النمو الدوري،

يتمثل الهدف الأساسي لمستثمرى هذه الفئة فى تحقيق مضاعفة لثروته فى خلال مدة قصيرة نسبياً، عامين على الأكثر، وبالتالي يبحث المستثمرون فى هذه الفئة عن تلك الأوراق المالية الخاصة بشركات ذات سمعة عالية ومعروفة جيداً، مع تميز عائدها بالتذبذب الحاد خلال فترة قصيرة نسبياً حوالى سنتين، وغالباً ما تكون مثل هذه الشركات فى مرحلة النضج، وتعمل فى مجالات تتميز بالمنافسة الحادة، وتؤثر الأحوال الإقتصادية العامة بدرجة كبيرة على ربحية هذه الشركات، ولتحقيق هذا الهدف فإن مستثمر هذه الفئة يجد صعوبة أكثر من الفئتين السابق ذكرهما، فضلاً عن إحتياجه لوقت أكبر ودراسة أعمق وقرارات سريعة ودقيقة فى الإختيار والتصرف، ونوجز أهم الصعوبات التى تواجه تحقيق هذا الهدف فى النقاط الآتية:

١- أن المستثمر لابد أن يتخذ قراراته بسرعة كبيرة، وذلك يرجع إلى عدم الإستقرار الذى يتميز به موقف الإستثمار فى هذه الفئة بدرجة كبيرة.

٢- تتطلب أن يقوم المستثمر بشراء الأوراق المالية عندما ينخفض العائد، وعندما تكون الأخبار سيئة، وعندما يتم تخفيض أو عدم إجراء التوزيعات فى شكل كوبونات .

٣- تتطلب ضرورة أن يقوم المستثمر ببيع الأوراق المالية عندما يرتفع العائد، وعندما تكون الأخبار ممتازة وعندما تكون هناك زيادة فى التوزيعات.

٤- تتطلب ضرورة البيع عندما يصل السوق لقمته، وبفرض النظر عن مستوى جودة الأوراق المالية فهذه الأوراق ليست للإحتفاظ.

رابعاً: المستثمرون الذين يستهدفون النمو الديناميكي،

مستثمرو الأوراق المالية الذين يتبعون هذه الفئة يعملون على الحصول على أفضل أنواع الأوراق المالية المتاحة فى السوق، وبما

يمكنهم من تحقيق عائد كبير جداً حوالى (٥٠٠%) خلال مدة زمنية قصيرة لاتتعدى سنتين، إلا أن المخاطر المرتبطة بمثل هذا النوع من الأوراق المالية مرتفعة جداً، لأن حصول أحد المستثمرين وإملاكه لإحدى هذه الأوراق سيكون راجعاً إلى الصدفة والحظ بدرجة أكبر من التخطيط المسبق، لأن الغالبية العظمى من المستثمرين الأفراد لا يتمكنون من تحقيق هذا العائد بسبب عدم توافر القدرة والوقت اللازم لديهم لدراسة الخصائص المميزة لهذه الأوراق، ونظراً لهذه المخاطر فإن هذه الأهداف لا تناسب إلا نوعية خاصة من المستثمرين، الذين تتيح لهم قدراتهم المالية تحمل مثل تلك المخاطر المرتفعة، وهم أولئك الذين لديهم حجم كبير من رؤوس الأموال، وكذلك الذين تقع دخولهم فى أعلى مستوى لمجتمع معين، وهؤلاء المستثمرون يبحثون عن الاختلاف والتميز وكل ما هو غير طبيعى، وهذه الخصائص تجعل هؤلاء المستثمرين يستبعدون من دائرة إختيارهم ما يقرب من ٩٨% تقريباً من الأوراق المالية المتاحة للتداول، فهؤلاء المستثمرون يبحثون عن الفرصة أو الظروف غير العادية وقد وجد أن ذلك يحدث فى أحد الحالات التالية:

١- الشركات الجديدة.

٢- المنتجات الجديدة (سلع جديدة، خدمات جديدة).

٣- عمليات السيطرة الهجومية.

٤- حالات الإعتماد المكثف على الديون لتحقيق صفقات كبيرة.

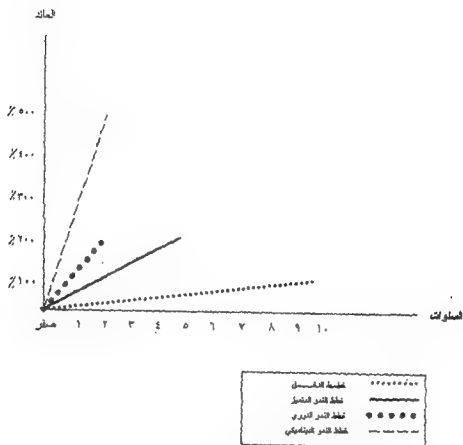
والمقصود بالشركات الجديدة هى تلك الشركات التى لم تستقر بعد فى مجال الأعمال، وبالتالي فهى فى بداية عمرها فى سوق العمل، وقد تكون شركات جديدة من حيث الفن الإنتاجى أو التكنولوجيا التى تستخدمها هذه الشركات، وغالباً فإن هذه الشركات تكون صغيرة ولكن لديها قدرة إيرادية عالية، وبالتالي معدل عائد واحتمالات نمو غير عادية بالمقارنة بالشركات الكبيرة.

وفيما يتعلق بالمنتجات الجديدة فلعل المثال الخاص بشركة زيروكس يعتبر أفضل دليل على ما يمكن أن تحققه المنتجات الجديدة من معدلات نمو وربحية غير عادية، فقد كانت الشركة تمارس نشاطها كشركة عادية لمدة ستة وعشرون عاماً إلى أن طورت آلات التصوير (النسخ) الخاصة بها والمعروفة باسمها فأصبحت أسهمها من الأسهم الغير عادية في سوق المال.

أما السيطرة الهجومية فهي تحقق للشركة نمواً يفوق المعدلات الطبيعية، وخاصة إذا نتج عن هذه السيطرة الهجومية تغيراً في الربحية للأفضل، وذلك لأن أسعار الأوراق المالية مرتبطة أساساً بالربحية وليس بحجم الأصول، أما من حيث الإعتماد المكثف على الديون فقد أوضحت تجربة إحدى شركات الأوراق والتي كن متوسط مبيعاتها لا يتعدى ١٤ مليون دولار أن الإعتماد على الديون بشكل مكثف يمكن أن يحقق معدلات نمو غير عادية، فقد قامت هذه الشركة الصغيرة بشراء إحدى الشركات الضخمة وقد إقتضت هذه الشركة الصغيرة لإتمام هذه الصفقة مبلغ ٢٠٠ مليون دولار من البنوك وشركات التأمين وعندما برهنت هذه العملية على أنها ناجحة إرتفعت أسهم الشركة المشتريه بنسبة ١٠٠٪ خلال عامين فقط^(١).

(١) د. محمد سويلم ، الإدارة المالية في ظل الكوكبية ، مرجع سالف الذكر ، ص ٢٥٤ .

وفيما يلي توضيح بياني للتقسيمات الأربعة لأهداف المستثمرين المختلفة
في الأوراق المالية:-



(تصنيف أهداف المستثمرين في الأوراق المالية)

المبحث الثانى

تأثر أداء البورصة بسلوك المستثمرين

إذا كانت أهداف المستثمرين تتعدد وتختلف بالنسبة للإستثمار فى البورصة، فإن سلوكهم لتحقيق هذه الأهداف تختلف بالضرورة وتتنوع، كما تؤثر فى البورصة بدرجات متفاوتة، وسنعرض فيما يلى بعض نماذج من سلوك المستثمرين ومدى تأثير البورصة بها .

أولاً، المضاريات فى البورصة،

الأصل أن التعامل فى الأوراق المالية يكون بفرض الحصول على العائد المتوقع ربحاً للسهم أو فائدة للسند، ولكن هناك الريح الرأسمالى والذي تسمى إلى تحقيقه بعض الفئات سواء من الأفراد أو الجهات المتعاملة فى الأوراق المالية وتقصد من الشراء إنتهاز فرصة إرتفاع الأسعار، فتبيع وتحصل على الفرق بين سعر البيع وسعر الشراء، الدرجة أنه وجدت فئة متخصصة فى ذلك يطلق عليهم المضاربون فى البورصة، والمضاربة بهذا المعنى تعنى شراء وبيع الأوراق المالية إعتياداً على توقعات تقلبات الأسعار، والحصول على فروق هذه الأسعار كريح، وهو سلوك لا شبهة فيه^(١)، ولكن لمحاولة زيادة الربحية من المضاربة.

(١) د. محمد عبد الحليم عمر- أزمة البورصات العالمية، مركز صالح عبد الله كامل للإقتصاد الإسلامى بجامعة الأزهر- سلسلة المنتدى الإقتصادى-المنتدى رقم ٣، ٢٢ نوفمبر، سنة ١٩٩٧، ص ٦٦ وما بعدها.

فقد صاحبها بعض السمات والسلوكيات المؤثرة بالسلب على البورصة منها ما يلي:

١- إستمرارية الشراء والبيع على نفس الأسهم وبمعدل دوران كبير فى وقت قصير حتى يحصل المضاربون فى كل دورة على ربح مما يعظم منافعهم، وهو ما يضر بالمتعاملين الآخرين فى الأوراق المالية، مما دفع بعض المتخصصين والخبراء إلى المناداة بالعمل على تقليل المتاجرة قصيرة المدى بالأوراق المالية والتي توحى بالمقامرة، وذلك بإستخدام النظام الضريبى، عن طريق فرض ضرائب على الربح الرأسمالى المتحقق من شراء وبيع الأوراق المالية فى فترة قصيرة^(١). وهو ما يحدث فى أمريكا حيث تفرض ضرائب بنسبة ٢٠٪ من الأرباح الرأسمالية المحققة من بيع الأوراق المالية التى تباع قبل مرور ثلاثة أشهر على شرائها، ويرى الباحث أن هذا الأمر قد لا يكون ملائماً بالنسبة لسوق الأوراق المالية المصرية والتى تحررت أخيراً من الضرائب على الأرباح الرأسمالية حتى تكون بورصة جاذبة للإستثمارات المحلية والأجنبية.

٢ - تعتمد التأثير على الأسعار لتزيد بزيادة الطلب ولو بشكل صورى وبتأثير الممارسات غير الأخلاقية من إستغلال ثقة المتعاملين والإحتكار، فالمضاربون يحصلون على الربح من تقلب الأسعار بإستمرار، وبالطبع فإن التقلب الناتج عن تغير فى قيمة ما تمثله الورقة من حق لا يتأتى بالسرعة المطلوبة للمضاربين، فيتبعون أساليب غير مشروعة للتأثير على الأسعار لسرعة تقلبها وزيادة الربح لهم، فى حين أن تقلبات الأسعار بشكل غير طبيعى تولد موجات من التفاؤل والتشاؤم لدى باقى المستثمرين، مما يؤدى إلى التأثير السلبى على الإقتصاد الحقيقى وبالتالي يمثل أكبر الضرر للنطاق المؤسسى الحالى للبورصات^(٢)، وهو ما دفع بعض الدول

(١) د. محمد على القرى ، نحو سوق مالية إسلامية (بحث منشور بمجلة الدراسات الإقتصادية) -

المعهد الإسلامى للبحوث بجدد، ديسمبر سنة ١٩٩٣م ، ص ١٨ .

(٢) مورييس آلبه ، الشروط النقدية لإقتصاد الأسواق الناشر المعهد الإسلامى للبحوث والتدريب

بجدد، سنة ١٩٩٣، ص ٣٥

إلى فرض بعض القيود على تحركات الأسعار بشكل سريع يساعد على المقامرة مثل اليابان التي لا تسمح بارتفاع سعر السهم بما يزيد عن ١٠٪ خلال يوم واحد، ومصر التي لا تسمح بارتفاع أو انخفاض سعر السهم في اليوم بما يزيد عن ٥٪^(١).

٣- التعامل بكميات كبيرة تسمح بالحصول على ربح كبير، والتحكم في الأسعار لصالحهم وبذلك يسمى المضاربون إلى الإحتكار والتواطؤ بين كبار المتعاملين منهم ليعمل السوق لصالحهم، وهذا أمر ضار بالبورصة، ويؤكد ذلك ما تتبعه بعض الدول من وضع قيود لمنع ذلك مثل تحديد نسبة كحد أقصى لما يمكن أن تملكه جهة واحدة من أسهم، حتى لا تكون لديها المقدرة على التلاعب في السوق لصالحها والإضرار به.

ثانياً، عدم وعي المستثمرين بالتعامل في بورصة الأوراق المالية:

يؤدي عدم معرفة المستثمرين بأصول المعاملات بهذه السوق إلى أكبر الضرر بهم وبالبورصة في ذات الوقت، ذلك أن عدم الوعي يعد من الأسباب الرئيسية لتراجع الإستثمار في البورصة نتيجة تأثير صغار المستثمرين ببعضهم، وإيضاً بالمستثمرين الأجانب وخروجهم من السوق، مما يؤدي إلى خروج معظم صغار المستثمرين من السوق المصرى ببيعهم الأوراق المالية التي في حوزتهم بمجرد إنخفاض السعر^(٢)، ويطلق على هذا التصرف «سياسة القطيع» فقد يؤثر في رأى المستثمر إشاعة أطلقها بعض المستثمرين ناتجة عن التخمين، أو مقالة أو خطبة سياسية أو حديث تليفزيوني أو نتيجة عدم رؤية صائبة لبعض مدعي الخبرة، وهنا يتحول المستثمر إلى مضارب، فإذا كانت الإشاعة أن الأسعار ستخفض أكثر فيقوم بالبيع، أو سترتفع فيقوم بالشراء، مما يؤثر هذا السلوك في

(١) وإن كانت هناك بعض المحاولات لتخفيف هذه القيود على الأسهم النشطة في البورصة المصرية.

(٢) د. سامح الترجمان ، تقرير رئيس البورصة عن أسباب تراجع البورصة ، مجلة أخبار المال

والاقتصاد، العدد الخامس، نوفمبر سنة ٢٠٠١، ص ١٩٠ .

تحديد السعر العادل والحقيقى للسهم وبما يؤثر على باقى المستثمرين فى البورصة، إلا أن هناك بعض الخطوات التى تجنب هؤلاء المستثمرين التعامل فى الأوراق المالية بشكل عشوائى أو بنظام الصدفة والتخمين ويمكن عرض أهمها فى الآتى:

١- الإستثمار فى الأوراق المالية عن طريق صناديق الإستثمار، وصندوق الإستثمار هو عبارة عن وعاء مالى يملكه آلاف المستثمرين، ويكون رأس مال الصندوق عدة ملايين من الجنيهات، ويدار بواسطة متخصصين يقومون بعمل الدراسات والأبحاث عن أفضل الشركات والمؤسسات التى يمكن الإستثمار بها لضمان أفضل عائد، وهى وسيلة أكثر مناسبة لصغار المستثمرين بإعتبار أن الصندوق يحتوى على العديد من الأسهم والسندات، وبالتالي يحصل المساهم فى الصندوق على ميزة «التنوع» وما صاحبها من مخاطرة أقل نسبياً، وهى ميزة لا يمكن الحصول عليها عن طريق الإستثمار المباشر فى البورصة إلا بإستثمار مبالغ كبيرة، ويتخذ هؤلاء المتخصصون قرار الشراء أو البيع للعديد من الأسهم والسندات ووضعها فى محفظة واحدة، وتتميز هذه الطريقة بأنها تمكن المستثمر من إستثمار مبالغ قليلة قد تبدأ من ٥٠٠ جنيهًا، كما أنها تتمتع بنسبة سيولة عالية تسمح ببيع الوثائق وتحويلها لبقود بناء على الشروط الخاصة بالصندوق^(١)، كما أن متوسط عائد المحفظة غالبًا ما يكون أعلى من أى إستثمار فردى واحد، أو ربما أعلى من متوسط الإستثمار فى السوق ككل فى حالة توزيع الأموال المتاحة للإستثمار على مكونات المحفظة بطريقة مثلى^(٢).

٢- إتباع أسس التعامل السليم لشراء وبيع الأوراق المالية، وذلك بضرورة الإلمام بالمعلومات التى تمكنه من إتخاذ القرار السليم، من حيث الشركة

(١) د. أمين السيد أحمد لطفى، أساسيات الإستثمار فى البورصة، مجلة المال والإقتصاد، العدد الثالث، سبتمبر سنة ٢٠٠١، ص ١٩٨ .

(٢) د. سميد توفيق هبيد ، الإستثمار فى الأوراق المالية ، مكتبة عين شمس ، سنة ١٩٩٩، ص ٥٠٩ .

أو الشركات التي يستثمر فيها، ونوع الأوراق المالية، وتوقيت الإستثمار، ونسب المبالغ المستثمرة في كل نوع من الأوراق المالية، وتمثل المعلومات حلقة الربط بين المستثمر وبيئة الإستثمار، وعلى قدر تفاعله مع هذه المعلومات واستيعابه لها على قدر ما يكون قراره سليماً.

ومن أهم المعلومات التي يحتاج إليها المستثمر من سمسرة الأوراق المالية - وهم أهم مصدر بالنسبة له - المعلومات التي تساعد على التنبؤ بالأرباح والتوزيعات المستقبلية مثل بنود الأرباح والخسائر، ومتوسط عائد السهم، والتدفقات المالية الحالية والتنبؤ بالمستقبلية، وإجمالي الإيراد من المبيعات، وصافي الدخل، وتحليل الإيرادات حسب نوع المنتجات، وإجمالي الأصول والالتزامات^(١)، وتمتير المعلومات التي يتم الإفصاح عنها في القوائم المالية من أهم المعلومات التي تفيد المستثمرين، ومن أهم القوائم المالية التي تحتوى على معلومات، قائمة الدخل، إذ تفيد المعلومات المنشورة فيها في تقييم عوائد الأسهم، وقائمة التدفقات المالية والتي تفيد المعلومات المنشورة فيها في تقييم أداء الشركات عند توجيه الإستثمارات إليها.

وغالباً ما يلجأ المستثمر الفرد إذا ما أراد إتباع أسس التعامل السليم في الأوراق المالية، إلى السمسرة والذين يقدمون النصيحة له والمشورة وإلى إدارات أمناء الأستثمار في البنوك والمحللين الماليين في الشركات المتخصصة، وقد أحست الأجهزة المسؤولة عن البورصة بخطورة عدم وعى المستثمر وتأثر أداء البورصة بسلوك المستثمرين، فبادرت بمحاولة تعميق الوعى الإستثمارى لدى المتعاملين بالسوق.

● دور الهيئة العامة لسوق المال في تفعيل جانب تنمية الوعى لدى المستثمرين:

وقد عملت الهيئة العامة لسوق المال مؤخراً على تفعيل هذا الجانب من خلال العديد من الأنشطة التي تتمثل فيما يلى:

(١) د. شام محمد طعيمة ، بورصة الأوراق المالية ، التحليل التقييم- دليل المستثمر، كلية التجارة
بيناها ، سنة ٢٠٠١، ص ١٤١، ١٤٢ .

١- توزيع كتيبات ومطبوعات عن سوق رأس المال: فقد قامت الهيئة العامة لسوق المال بالتعاون مع الجمعية المصرية للأوراق المالية بتطوير بعض النشرات المتخصصة عن سوق رأس المال، ومناخ الإستثمار الخاص به، ونشر وتوزيع هذه المطبوعات وتوجيهها إلى المستثمرين والجمهور، لمعرفة الحقوق والواجبات وماهية الإجراءات التي تتبع في مواجهة المشاكل أو في الإستفسار عن أى معلومة معينة، ومن أمثلة المطبوعات التي تم توزيعها على الجمهور ما يلي: مقدمة عن الإستثمار في سوق المال بمصر، وكيف تستعد للإستثمار، وكيف تختار أدوات الإستثمار، وكيف تدير أمثماراتك، ودليل حقوق الأقلية من حملة الأسهم.

٢- تدريب الصحفيين داخليا وخارجيا: فقد أهتمت الهيئة بالتنسيق مع مشروع تنمية الأسواق المالية والمنظمات المالية الأخرى بإعداد برامج لتنمية وتطوير مهارات الصحفيين والإعلاميين في مجال الإستثمار والأسواق المالية، وكيفية الحصول على المعلومات المالية الهامة من المصادر المتخصصة، كالمؤتمرات الصحفية وورش العمل المصممة خصيصًا لهم، وذلك بهدف تحفيز الصحفيين على زيادة الوعي الإستثماري لدى الجمهور عن البورصة، وكيفية الإستثمار فيها مع زيادة قدرة المستثمر على إتخاذ قراراته الإستثمارية الصحيحة^(١).

٣- عقد الندوات وتنظيم ورش العمل: قامت الهيئة عام ٢٠٠١ بتنظيم مجموعة من الندوات والمؤتمرات للمساهمة في نشر الوعي الإستثماري من خلال الأسواق المالية وزيادة قدرة الجمهور والمستثمرين على فهم وإستيعاب سوق الأوراق المالية، ومواكبة المجريات والتغيرات الإقتصادية الجارية، وقد حرصت الهيئة على

(١) الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوي سنة ٢٠٠١ ، ص ٤٩ وما بعدها.

حضور العاملين بالقطاعات الاقتصادية الهامة في الدولة لهذه الندوات وجلب الخبراء والمستشارين والمحللين الماليين المصريين، والأجانب لإدارة هذه الندوات، لدعم الثقة في المعلومات والبيانات، المستمدة منها، ولمساعدة المستثمرين والجمهور على اتخاذ قراراتهم الإستثمارية، وذلك على أسس علمية مطابقة للواقع الحالي للسوق، ومن أمثلة الندوات التي عقدت ما يلي : (ندوة المنتدى الصحفي لسوق المال بعنوان حقوق الأقلية من حملة الأسهم، ندوة عن دور ومسئوليات المراقب الداخلى لشركات السمسرة، ندوة عن خطط الحكومة لخصخصة وتحرير شركات قطاع الكهرباء).

٤- إعداد مقترح ببحث إمكانية بث برامج متخصصة في أجهزة الاعلام، فقد قامت الهيئة بإعداد وتصميم خطة لتفعيل دور أجهزة الإعلام في إنجاح وتشغيل بورصة الأوراق المالية، وزيادة وتوعية الجمهور وإعلامه برسالة سوق رأس المال والتطورات التي تطرأ عليه أولاً بأول، لما لهذا النشاط من فاعلية في توصيل المعلومات بشكل بسيط ومباشر وما يتميز به من إنتشار سريع^(١).

ثالثاً، وجود بعض حالات الغش والتلاعب من بعض المستثمرين:

- تتعدد حالات الغش والتلاعب، بالإضافة إلى بيانات الإفصاح المضللة في المعلومات الظاهرة في القوائم المالية المعروضة، بحيث تستخدم لتهيئة مناخ معين يؤثر في عمليات البيع أو الشراء لأسهم شركات معينة، وتؤدي ظهور عمليات الغش هذه إلى إحجام المتعاملين وتخراجهم من البورصة بما يؤدي إلى التأثير المباشر على سوق الأوراق المالية بالسلب، ومما هو جدير بالذكر أن هذه التلاعبات والغش في حقيقتها ليست نتيجة إشاعات مفرضة فقط ولكنها في أغلبها أخطاء متعمدة سواء من المسؤولين الماليين بالشركات، أو من جهات ذات صلة

(١) الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوي ، سنة ٢٠٠١ .

بهذه المعاملات المالية، والتلاعب يتم إما عن طريق بعض السماسرة وشركات السمسرة أو عن طريق عرض قوائم مالية غير حقيقية وقد يشترك معها مراقب الحسابات، وتكون عمليات الغش هي أوضح صورها عندما يتفق السمسار أو شركة السمسرة مع سمسرة أو شركات سمسرة أخرى على إجراء عمليات بقصد رفع أو خفض سعر أحد الأسهم بشكل متكرر، حتى يتمكنوا من تحقيق أرباح خاصة لهم، وساعد على ذلك استعمال الحاسب الآلي دون وضع نظام دقيق للمراقبة، مما يؤدي إلى إدخال معاملات وهمية كمدخلات للحاسب الآلي ضمن مجموعة من العمليات الحقيقية بالبورصة، ومن حالات الغش أيضاً قيام شركة السمسرة بتسجيل أوامر شراء أو بيع وهمية أو بإجراء عمليات صورية تظهر على شاشة التداول بفرض إيهام السوق بوجود نشاط على أسهم محددة، وتعدد اتجاه صعودي للسعر أو العكس، وقد بلغ عدد هذه الممارسات ٥٠ حالة خلال عام ٢٠٠١ فقط^(١)، وقد تقوم الشركة باتباع سياسة من شأنها الإضرار بالمتعاملين معها والإخلال بحقوقهم وإجراء تعاملات على حساباتهم دون صدور أوامر منهم، أو تقوم باستخدام أساليب تتلوى على الغش والتدليس في أعمالها وإنشاء حسابات وهمية للتعامل من خلالها.

وقد تتعامل الشركة أو المديرين أو العاملين بها على أوراق مالية توفرت لديهم معلومات بشأنها، أو بيانات عنها غير معلنة في السوق أو غير متاحة لسائر المتعاملين وقد بلغت ٧ حالات في نفس العام ٢٠٠١ .

كما تتمثل عمليات غش أخرى هي أن يستخدم السماسرة التوكيلات الممنوحة لهم من بعض عملائهم في إجراء الكثير من عمليات البيع والشراء غير التي حصلوا من أجلها على التوكيل وتتم لحسابهم الخاص، كما أن بعض المنشآت - عند طرح أسهم أو سندات جديدة - تقوم بنشر

(١) الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوي ، سنة ٢٠٠١ ، ص ٤٩ وما بعدها.

معلومات مالية للإفصاح عن الوضع المالى للشركة تتضمن معلومات غير حقيقية مما يؤدي إلى أن تطرح هذه الأوراق المالية بسعر يفوق القيمة الحقيقية للورقة المالية وقد يشترك معها البنك الضامن للإكتتاب فى عرض بيانات إيضاحية غير دقيقة بفرض تشجيع عملية الإكتتاب وشراء الأسهم والسندات، مما يدفع العديد من المستثمرين حسنى النية إلى تكبد خسائر كبيرة فى رأس المال عند ما يتبين لهم السعر الحقيقى للسهم بعد نزوله للتداول فى البورصة.

وقد أدى ذلك إلى خروج المستثمر الصغير من البورصة بعد خسارة جانب كبير من إستثماراته فضلاً عن خوف الكثير من المستثمرين من الدخول للإستثمار فى البورصة، مع وجود مثل هذه الحالات والسلوكيات من جانب بعض المستثمرين والمتعاملين فى الأوراق المالية، مما أثر تأثيراً مباشراً على البورصة وعلى حركة التداول فيها، وأدى إلى الركود والإنخفاض المتوالى فى الأسعار لفترات طويلة، إلا أن إدارة البورصة والهيئة العامة لسوق المال فى سبيلهما لتدارك هذا القصور، بعد وضع الكثير من الضوابط مع تطبيق العقوبات الرادعة على حالات التلاعب والتحايل وإستخدام الأساليب غير الأخلاقية فى التعامل فى البورصة، وبعد التفتيش الدورى والمفاجئ على الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية أحد الوسائل الفعالة للتحقق من التزام الشركات بأحكام القانون رقم ٩٥ لسنة ٩٢ ولائحته التنفيذية والقرارات الصادرة تنفيذاً لهما، وتقوم الهيئة العامة لسوق المال بإعداد برنامج التفتيش الدورى لكل عام بحيث يتم تنفيذه من خلال لجان التفتيش المتخصصة طبقاً لمواعيد إجراء التفتيش، وإعداد التقارير بالنتائج، واتخاذ الإجراءات التى تعقب التفتيش، وعلى سبيل المثال فقد تم خلال عام ٢٠٠١ التفتيش على ٤٧ شركة عاملة فى مجال الأوراق المالية منها ٣٩ شركة سمسرة و٦ شركات إدارة

محافظ وشركة واحدة مدير استثمار وصندوق استثمار.

وقد أسفرت جهود الهيئة في إطار دورها الرقابي على سوق رأس المال خلال هذا العام عن إغلاق شركتين تبين ممارستها للنشاط بدون ترخيص، بينما تم إلغاء ترخيص سبع شركات، كما تم إيقاف نشاط ١٩ شركة لفترات تراوحت بين أسبوع وثلثين يوماً، وبلغت حالات منع مزاولة النشاط لفترات تراوحت بين شهرين وستة أشهر، بالإضافة إلى حظر المطلق لمزاولة النشاط تطبيقاً للمادة ٣١ من القانون على سبعة حالات، بالإضافة إلى فرض زيادة التأمين على شركتين، أما فيما يتعلق بمنفذى شركات السمسرة في الأوراق المالية فقد صدر قرار رئيس الهيئة بإيقاف خمسة منفذين بالإضافة إلى شطب إثنتين، وقد تم التنبية على الشركات المشكو في حقها لعدد ١٨٢ حالة بمراعاة أحكام القانون ولائحته.

وقد أحوالت الهيئة تسعة وسبعون بلاغاً إلى النيابة العامة التي قامت بإحالة بعضها إلى المحاكم، وقد بلغ عدد المشكو في حقهم خمسة أفراد وصدرت أحكام بالحبس مع الشغل وغرامة مالية وحظر مزاولة المهنة، بينما بلغ عدد الذين صدرت ضدهم أحكام بالغرامة ٢٥ متهمًا، وحصل على البراءة ثلاثة أفراد بينما مازالت ٣٧ قضية منظورة أمام القضاء^(١).

من ذلك يتضح أن الرقابة اللاحقة لممارسات الشركات هي المكمل للدور الرقابي الذي تضطلع به الهيئة العامة لسوق المال، ويتمثل ذلك في تلقي الشكاوى والتحقيق ثم التصرف فيها بما يتواءم مع قانون سوق رأس المال، بما يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين في البورصة والقائمين عليها، وزيادة جذب رؤوس الأموال وبالتالي تنشيط البورصة والاقتصاد المصري ككل.

(١) الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوي لسنة ٢٠٠١، ص ٣٠ وما بعدها.

قائمة المراجع

(أ) الكتب:

- د. أبو زيد رضوان، الشركات التجارية في القانون الكويتي المقارن، دار الفكر العربي، سنة ١٩٧٨م.
- د. أحمد علي جبر، السلوك التنظيمي، مكتبة عين شمس، القاهرة، سنة ١٩٩٥م.
- د. أحمد محمد هتيم، أصول الإدارة، جامعة المنصورة، مكتبة كلية التجارة، سنة ١٩٩٦م.
- د. السعيد فرحات، د. ناجي خشبة، إدارة المنشآت المالية، دار أم القرى بالمنصورة، سنة ١٩٩٧م.
- د. إيهاب الدسوقي، التخصيصية والإصلاح الإقتصادي في الدول النامية، دار النهضة العربية، سنة ١٩٩٥م.
- د. شام محمد طميمية، بورصة الأوراق المالية، التحليل - التقييم - دليل المستثمر، مكتبة كلية التجارة بينها، سنة ٢٠٠١م.
- د. جميل أحمد توفيق، الإستثمار وتحليل الأوراق المالية، دار المعارف، سنة ١٩٦٣م.
- د. حسام الدين عبد الفتى، بيع أسهم شركات قطاع الأعمال العام للعاملين في إطار البرنامج الحكومي لتوسيع قاعدة ملكية القطاع الخاص، جامعة المنوفية، مكتبة كلية الحقوق، سنة ١٩٩٤م.

- د. حسنى المصرى، شركات الإستثمار ، دار النهضة العربية، القاهرة،
سنة ١٩٨١م.
- د. حسين عمر الجات - الخصخصة - مشكلات إقتصادية معاصرة، دار
الكتاب الحديث، سنة ٢٠٠٠م.
- د. سعيد توفيق حبيب، الإستثمار فى الأوراق المالية ، مكتبة عين شمس،
سنة ١٩٩٩م.
- د. سيد الهوارى، الإدارة المالية ، مكتبة عين شمس ، سنة ١٩٩٦م.
- د. صلاح امين ابو طالب، دور شركات السمسرة فى بيع الأوراق المالية، دار
النهضة العربية، سنة ١٩٩٥م.
- د. طارق عبد العال حماد، التحليل الفنى والأساسى للأوراق المالية، الدار
الجامعية للنشر، القاهرة، سنة ٢٠٠٠م.
- د. عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية ، مكتبة الجلاء
الجديدة ، بالمنصورة، سنة ١٩٨٨م.
- د. عبد الله سالم، الخصخصة وتقييم الأصول والأسهم فى البورصة،
مكتبة جامعة الزقازيق ، سنة ١٩٩٦م.
- د. عبد المنعم أحمد التهامى، التمويل - مقدمة فى الإستثمارات
والمنشآت المالية، القاهرة، مكتبة عين شمس ، سنة ١٩٩١م.
- د. كمال حمدي أبو الخير، أصول الإدارة العلمية، القاهرة ، مكتبة عين
شمس، سنة ١٩٧٤م.
- د. محمد البغدادي، الإدارة العامة - النظرية والتطبيق -، مكتبة دار أم
القرى بالمنصورة، سنة ١٩٩٧م.
- د. محمد العمروسى محمد، إقتصاد المعلومات، الجمعية المصرية
للإقتصاد السياسى والتشريع، سنة ١٩٩٨م.
- د. محمد سويلم، الإدارة المالية فى قطاع الأعمال، مطبعة النيل، سنة
١٩٩٤م.

- د. محمد سويلم، الإدارة المالية فى ظل الكوكبية ، دار الهانى للطباعة، سنة ١٩٩٧م.
- د. محمد عبد الحليم عمر، أزمة البورصات العالمية ، مركز صالح عبد الله كامل للإقتصاد الإسلامى بجامعة الأزهر، نوفمبر ١٩٩٧م.
- د. محمود سمير الشرفاوى، القانون التجارى، الجزء الثانى، دار النهضة العربية، سنة ١٩٨١م.
- د. محمود صبيح، الخصخصة لمواجهة متطلبات البقاء وتحديات النمو ، القاهرة، مكتبة عين شمس ، سنة ١٩٩٥م.
- د. محمود حسام، أصول الإدارة ، القاهرة، دار النشر العربى، ١٩٧٦م.
- د. مصطفى كامل طه، مبادئ القانون التجارى ، الإسكندرية ، مؤسسة الثقافة الجماعية، سنة ١٩٧٩م.
- د. منى قاسم، صناديق الإستثمار للبنوك والمستثمرين ، القاهرة ، الدار المصرية اللبنانية ، سنة ١٩٩٥م.
- د. منير ابراهيم هندى، صناديق الإستثمار فى خدمة صفار وكبار المدخرين ، الإسكندرية، دار منشأة المعارف، سنة ١٩٩٤م.
- موريس آيسيه، الشروط النقدية لإقتصاد السواك ، الناشر المعهد الإسلامى للبحوث والتدريب، بجدة، سنة ١٩٩٣م.
- د. لطف الله امام صالح، منظومة سوق المال المصرية، دار الكتب والوثائق القومية، رقم ١٤٥١٧٦، سنة ٢٠٠١ .
- د. نادر أحمد أبوشيخة، إدارة الموارد البشرية، دار صفاء للنشر والتوزيع - عمان، سنة ٢٠٠٠م.
- د. نظير رياض محمد، الإدارة المالية (قرار التمويل)، مكتبة أم القرى، المنصورة ، ١٩٩٨م.

(ب) البحوث والدوريات:

- د. أحمد محمد غنيم، أثر العوامل المؤثرة في المستوى الإدارى بالمنظمات الصناعية في تحديد الأهمية النسبية للعوامل المؤثرة على تردد المديرين في اتخاذ القرارات، المجلد المصرية للدراسات التجارية، جامعة المنصورة، كلية التجارة، المجلد الثاني عشر، العدد الخامس، سنة ١٩٨٨م.
- د. أمين السيد لطفي، معايير المحاسبة والمراجعة، مجلة أخبار المال والاقتصاد، القاهرة السنة الأولى، العدد الأول ، يوليه سنة ٢٠٠١م.
- د. أمين السيد لطفي، أساسيات الاستثمار في البورصة، مجلة أخبار المال والاقتصاد القاهرة، العدد الثالث، سبتمبر سنة ٢٠٠١م.
- د. أمين السيد لطفي، شبكة الإتصال ونقل المعلومات ودورها في دعم ومساندة نظام الحفظ المركزي للأوراق المالية، مجلة المال والاقتصاد، العدد السابع، يناير سنة ٢٠٠٢م.
- د. حسن عباس زكى، الإدارة ومفهوم القطاع الخاص، مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية، جريدة الأهرام، سنة ١٩٩٦م.
- د. حسنى خليل محمد، تطور سوق المال في مصر، معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري، مارس سنة ١٩٨٦م.
- د. حمدي عبد العظيم ، ندوة القواعد الجديدة للقيود والإفصاح في البورصة المصرية، أكاديمية السادات للعلوم الإدارية، مركز البحوث القاهرة، أكتوبر سنة ٢٠٠٠م.
- د. زياد بهاء الدين، مؤتمر مستقبل الاقتصاد المصري في ظل ممارسة سلطات الإدارة الرشيدة ،الجمعية المصرية للأوراق المالية بالتعاون مع وزارة الاقتصاد والتجارة الخارجية، سنة ٢٠٠١م.
- د. زهنب صوفى الله، اداء التسميرى والتمويل فى البورصة ، الأهرام الإقتصادى، العدد رقم ١١٨٣ ، سنة ١٩٩١م.

د. سامح الترجيمان، تقرير رئيس البورصة عن أسباب تراجع البورصة ،
مجلة أخبار المال والإقتصاد القاهرة، العدد الخامس، نوفمبر سنة
٢٠٠١م.

د. سامح الترجيمان، مؤتمر مستقبل الإقتصاد المصرى فى ظل ممارسة
أساليب سلطات الإدارة الرشيدة ، مجلة أخبار المال والاقتصاد، السنة
الأولى ، العدد السابع ، ٢٠٠٢م.

د. سامح فوزى ، المسائلة والشفافية، إشكاليات تحديث الإدارة المصرية
فى عالم متغير، مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية جريدة
الأهرام ، سنة ١٩٩٩م.

د. سلوى غنيم، البنوك تقود البورصة ، الأهرام الإقتصادى، مجلة
البورصة، عدد ١٧٣، سنة ٢٠٠٠م.

د. سيد عيسى، أسواق المال والإستثمار فى مصر، معهد الدراسات
المصرفية (البنك المركزى المصرى) سنة ١٩٨٦-١٩٨٧م.

د. صلاح زين الدين، دراسة حول تطوير سوق الأوراق المالية فى مصر ،
مجلة روح القوانين، العدد السادس، مطبعة جامعة طنطا، سنة
١٩٩٢م.

د. صلاح زين الدين، سوق الأوراق المالية المصرية ودورها التتموى
المنشود، المؤتمر العلمى الثامن عشر للإقتصاديين المصريين، ٧-٩
إبريل، سنة ١٩٩٤ .

د. عبد الفضيل محمد احمد، بورصات الأوراق المالية، مجلة البحوث
القانونية والإقتصادية ، جامعة المنصورة، كلية الحقوق ، العدد الرابع،
أكتوبر، سنة ١٩٨٨م.

نؤى على زين العابدين، الإنترنت كأداة حديثة للإفصاح فى ظل أسواق
المال العالمية، مجلة أخبار المال والإقتصاد السنة الأولى، العدد
السادس، سنة ٢٠٠١م.

- لؤيس زكى سلامة، سوق الأوراق المالية ومستقبلها في مصر، معهد الدراسات المصرفية (البنك المركزي المصري)، سنة ١٩٧٦م.
- د. محمد البخشونجي، سوق المال، خطة لتطوير البورصة في الألفية الجديدة ، مجلة أخبار البنوك عدد ٢٤، سنة ٢٠٠٠م.
- د. محمد تيمور، مستقبل الاقتصاد المصري في ظل ممارسة أساليب سلطات الإدارة الرشيدة ،مجلة أخبار المال والاقتصاد، السنة الأولى، العدد السابع، يناير سنة ٢٠٠٢م.
- د.محمد رمضان محمد، التجارة الإلكترونية، أبعادها الاقتصادية والتكنولوجية والمعلوماتية، مجلة أخبار المال والاقتصاد، السنة الأولى، العدد السادس، سنة ٢٠٠١م.
- د. محمد علي القرى، نحو سوق مالية إسلامية (بحث منشور بمجلة الدراسات الاقتصادية) - المعهد الإسلامي للبحوث- بجدة، ديسمبر سنة ١٩٩٣م.
- د. محمود محمد فهمي، تطور سوق الأوراق المالية في مصر ووسائل وأساليب تنميتها، معهد التخطيط القومي القاهرة، أكتوبر سنة ١٩٨٢م.
- د. محمود محمد فهمي، مذكرة مختصرة بأهم مزايا القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١، المؤتمر الدولي لتنمية أسواق المال، سنة ١٩٨٣ .
- منال فايز، نشر المعلومات - احتكار أم شفافية، الأهرام الاقتصادي ، مجلة البورصة المصرية عدد ١٦٠، يونيو ، سنة ٢٠٠٠ .
- نهلة أبو العز، تاجر السندات أصل خبراء السوق ، الأهرام الإقتصادي، مجلة البورصة المصرية، عدد ١٦٠، يونيو سنة ٢٠٠٠م.
- د. يوسف بطرس غالي، مؤتمر مستقبل الاقتصاد المصري في ظل ممارسة أساليب سلطات الإدارة الرشيدة ، مجلة أخبار المال والاقتصاد، السنة الأولى ، العدد السابع ، يناير سنة ٢٠٠٢

(ج) الرسائل العلمية،

د. أحمد محمد عبده، دور سوق الأوراق المالية في دعم إمكانيات التنمية الاقتصادية في مصر، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة عين شمس، كلية التجارة ، سنة ١٩٨٨م.

رشا مصطفى مسعد، محددات الإستثمار في أسواق رأس المال، جامعة القاهرة، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية، رسالة ماجستير غير منشورة، سنة ١٩٨٨م.

د. عبد الحميد صديق، سوق المال في مصر ودورها في تنمية وتطوير الإقتصاد القومي، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة قناة السويس، كلية التجارة، سنة ١٩٩٤م.

د. عبد الغفار عباس كاظم، بعض مشكلات إستخدام التكنولوجيا في تنمية الإقتصاد المريع، رسالة دكتوراة غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٨١م.

محمد سامح عبد الهادي، دور سوق الأوراق المالية المصرية في تمويل الإستثمارات، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة المنوفية، كلية التجارة، سنة ١٩٩٥م.

نعائم سعد زغلول، إستخدام تكنولوجيا المعلومات في إدارة الأزمات، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة القاهرة ، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية، سنة ١٩٩٩م.

د. يسرى جرجس يسطا، دراسة تحليلية لسوق الأوراق المالية في مصر، رسالة دكتوراة غير منشورة ، جامعة القاهرة، كلية الإقتصاد والعلوم السياسية ، سنة ١٩٩٧م.

(هـ) القوانين والقرارات:

القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ «بشأن إصدار اللائحة العامة لبيورصات الأوراق المالية»، دار الكتب والوثائق القومية ، سنة ١٩٥٨م.

- القانون رقم ١٢١ لسنة ١٩٨١ «بتعديل بعض أحكام القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٧٥» بشأن اللائحة العامة ليورصات الأوراق المالية، الجريدة الرسمية (العدد رقم ٢٩ تابع ، ٢٢/٧/١٩٨١م).
- القانون رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١ «بشأن الضرائب على الدخل»، الجريدة الرسمية (العدد رقم ٣٧ تابع ، ١٠/٩/١٩٨١م).
- القانون رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١ «بشأن إصدار قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة ، الجريدة الرسمية (العدد رقم ٤٠ ، ١٠/١/١٩٨١م).
- القانون رقم ٢٣٠ لسنة ١٩٨٩ «بشأن إصدار قانون الإستثمار»، الجريدة الرسمية (العدد رقم ٢٩ تابع (أ) ، ٢٠/٧/١٩٨٩م).
- القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ «بشأن إصدار قانون قطاع الأعمال العام»، الجريدة الرسمية (العدد رقم ٢٤ مكرر ، ١٩/٦/١٩٩١م).
- القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ «بشأن إصدار قانون سوق رأس المال»، الجريدة الرسمية (العدد رقم ٢٥ مكرر، ٢٢/٦/١٩٩٢م).
- القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥ «بشأن تنظيم نشاط التأجير التمويلي»، الجريدة الرسمية (العدد رقم ٢٢ مكرر، ٢/٦/١٩٩٢م).
- القانون رقم ٨٩ لسنة ١٩٩٦ «بتعديل بعض أحكام قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ (إلغاء ضريبة الأرباح الرأسمالية ٢٪) (على عمليات بيع وشراء الأوراق المالية)، الجريدة الرسمية (العدد رقم ٢٥ مكرر، ٣٠/٦/١٩٩٦م).
- لقانون رقم ٩٠ لسنة ١٩٩٦ «بتعديل بعض أحكام قانون الضرائب على الدخل رقم ١٥٧ لسنة ١٩٨١ (بإضافة بند جديد ينص على إعفاء أرباح صناديق الإستثمار من الضريبة على أرباح شركات الأموال)، الجريدة الرسمية، (العدد رقم ٢٥ مكرر ، ٣٠/٦/١٩٩٦م).

- القانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ «بشأن حوافز وضمانات الاستثمار ، الجريدة الرسمية ، (العدد رقم ٩ مكرر: ١١/٥/١٩٩٧).

- قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ١٥٩٠ لسنة ١٩٩١ «بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١» بشأن إصدار قانون قطاع الأعمال العام، الوقائع المصرية (العدد رقم ٢٤ مكرر، ١٩٩١/٦/١٩).

- قرار وزير الإقتصاد رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ «بإصدار اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، سنة ١٩٩٧م.

- قرار وزير الإقتصاد رقم ٨٤٦ لسنة ١٩٩٥ «بشأن إصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥ في شأن التأجير التمويلي»، الوقائع المصرية (العدد رقم ٣٩١ تابع ٢١/١٢/١٩٩٥).

- قرار وزير الإقتصاد رقم ٩٣٥ لسنة ١٩٩٦ «بشأن تحديد رأس مال صناديق الإستثمار، الوقائع المصرية(العدد الأول، ١/١/١٩٩٧).

- قرار رئيس مجلس الوزراء رقم ٢٩٠٨ لسنة ١٩٩٧ «بإصدار اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ بشأن حوافز وضمانات الإستثمار، الوقائع المصرية» ، (العدد رقم ١٧٦ تابع ، ٩/٨/١٩٩٧).

- قرار وزير الإقتصاد والتجارة الخارجية رقم ٦٢٥ لسنة ٢٠٠٠ «بشأن إصدار معايير المراجعة المصرية»، الهيئة العامة لشئون المطابع الأميرية، سنة ٢٠٠١ .

(١) د. أمين السيد، شبكة الإتصال ونقل المعلومات ودورها في دعم ومساندة نظام الحفظ المركزي للأوراق المالية، مجلة أخبار المال والإقتصاد، العدد السابع يناير، سنة ٢٠٠٢، ص ١٠٢.

المصدر	(هـ) الإحصائيات والجداول
الهيئة العامة لسوق المال	- الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية في نهاية يونيو ١٩٩٩ نهاية يونيو ٢٠٠٠ .
الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوي ، سنة ٢٠٠١	- الشركات الخاضعة للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المرخص لها موزعة على الأنشطة المختلفة منذ صدور القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ حتى ديسمبر ٢٠٠١ .
بورصة الأوراق المالية المصرية	- هيكل إدارات بورصة أوراق المالية المصرية .
البنك المركزي المصري الهيئة العامة لسوق المال	- هيكل الجهاز المصرفي المصري . - هيكل الهيئة العامة لسوق المال والإدارات التابعة لها .
البنك المركزي المصري، المجلة الإقتصادية	- التوظيفات الإستثمارية لقطاع التأمين سنة ١٩٩٩ - ٢٠٠٠ .
الهيئة العامة لسوق المال، مركز المعلومات	- تطور حركة القيد والتداول للأوراق المالية لبورصتي القاهرة والإسكندرية سنة (١٩٨٦-٢٠٠٢) .
الهيئة العامة لسوق المال، الادارة العامة للمعلومات	- بيان بصناديق الإستثمار التي تم الترخيص لها بمزاولة النشاط في السوق المصرية، منذ صدور اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ حتى نهاية سنة ١٩٩٥ .
الهيئة العامة لسوق المال	- التعامل في السندات ووثائق صناديق الإستثمار بسوق الأوراق المالية سنة ١٩٩٩ / ٩٨ - ٢٠٠٠ / ٩٩ .
الهيئة العامة لسوق المال	- التعامل في السندات ووثائق صناديق الاستثمار بسوق الأوراق المالية سنة ١٩٩٨ / ٩٧ - ١٩٩٩ / ٩٨ .

المصدر	(هـ) تابع الإحصائيات والجداول
بورصة الأوراق المالية	- السندات المصدرة هي سوق الأوراق المالية سنة ١٩٩٤ - ٢٠٠٠ .
بورصة الأوراق المالية	- الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية بالقاهرة سنة ١٩٨٥-١٩٩١ .
معهد التخطيط القومي	- تطور حجم التعامل في بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية خلال الفترة من سنة ١٩٥٧ : ١٩٧٦ .
وزارة قطاع الأعمال العام	- الشركات التي تم خصصتها أو تصفيتها من سنة ١٩٩٤ حتى ٢٠٠٢ .
بورصة الأوراق المالية المصرية	- إنجازات برنامج الخصخصة منذ بداية البرنامج حتى ٣١ يناير سنة ٢٠٠٢ .
البنك المركزي المصري	- تطور عدد الشركات المساهمة المسجلة في البورصة (القاهرة والإسكندرية)، وكذلك رؤوس أموالها خلال الفترة من سنة (١٩٨٥ - ١٩٩٦).
الهيئة العامة لم سوق المال مركز المعلومات	- تطور حجم التعامل في بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية خلال الفترة من سنة ١٩٨٣ : ٢٠٠٢ .
الهيئة العامة لم سوق المال التقرير السنوي سنة ٢٠٠١	تقييم البنك الدولي لتطبيق القواعد الدولية المنظمة لإدارة الشركات في جمهورية مصر العربية.

فهرس الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
١	الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية فى نهاية يونيو ١٩٩٩ ٢٠٠٠	٢٢
٢	الشركات والبنوك التى أنشئت فى مصر وسنة الإنشاء ورأس المال وعدد الأسهم المصدرة خلال الفترة من سنة ١٨٨٠ إلى سنة ١٩١١.....	٣١
٣	الشركات الخاضعة للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ المرخص لها موزعة على الأنشطة الأ مختلفة منذ صدور القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ حتى ديسمبر ٢٠٠١.....	٤٦
—	هيكل سوق المال فى مصر.....	٥٣
—	هيكل الجهاز المصرفى المصرى.....	٥٨
٤	التوظيفات الاستثمارية لقطاع التأمين عام ١٩٩٩ - ٢٠٠٠ ..	٦٩
٥	تطور حركة القيد والتداول للأوراق المالية لبورصة القاهرة والإسكندرية سنة (١٩٨٦-٢٠٠٢).....	٨٧
٦	بيان بصناديق الإستثمار التى تم الترخيص لها بمزاولة النشاط فى السوق المصرية، منذ صدور اللائحة التنفيذية للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ حتى نهاية سنة ١٩٩٥.....	٩١
٧	التعامل فى السندات ووثائق صناديق الإستثمار بسوق الأوراق المالية سنة ٩٨ / ١٩٩٩ - ٢٠٠٠ / ٩٩.....	٩٥
٨	التعامل فى السندات ووثائق صناديق الاستثمار بسوق الأوراق المالية سنة ٩٧ / ١٩٩٨ - ٩٨ / ١٩٩٩.....	٩٦
٩	- السندات المصدرة فى سوق الأوراق المالية سنة ١٩٩٤ - ٢٠٠٠.....	
١٠	الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية بالقاهرة سنة ١٩٨٥-١٩٩١.....	١١٤

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
١١	تطور حجم التعامل في بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية خلال الفترة من سنة ١٩٥٧ : ١٩٧٦.....	١٢٨
١٢	الشركات التي تم خصصتها أو تصفيتا من سنة ١٩٩٤ حتى ٢٠٠٢.....	١٣٢
١٣	إنجازات برنامج الخصخصة منذ بداية البرنامج حتى ٣١ يناير سنة ٢٠٠٢ (الشركات المباع زغليتها في البورصة وقيمة البيع والنسبة المباع).....	١٣٨
١٤	تابع إنجازات برنامج الخصخصة (الشركات المباع أقلية منها في البورصة وقيمة البيع والنسبة المباع).....	١٣٩
١٥	تابع إنجازات برنامج الخصخصة (الشركات المبعة لمستثمر رئيسي وقيمة البيع والنسبة المباع).....	١٤٠
١٦	تابع إنجازات برنامج الخصخصة (الشركات التي تم تصفيتها كاملة بنسبة ١٠٠٪).....	١٤١
١٧	تابع إنجازات برنامج الخصخصة (الشركات المباع لاتحاد الماملين المساهمين وقيمة البيع والنسبة المباع).....	١٤٤
١٨	تطور عدد الشركات المساهمة المسجلة في البورصة (القاهرة والإسكندرية)، وكذلك رؤوس أموالها خلال الفترة من سنة (١٩٨٥ - ١٩٩٦).....	١٥٣
١٩	- تطور حجم التعامل في بورصة الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية خلال الفترة من سنة ١٩٨٣ : ٢٠٠٢.....	١٥٧
—	هيكل إدارات بورصة الأوراق المالية المصرية.....	١٧٢
—	هيكل الهيئة العامة لمسوق المال والإدارات التابعة لها.....	١٩٢
٢٠	تقييم البنك الدولي لتطبيق القواعد الدولية المنظمة لإدارة الشركات في جمهورية مصر العربية.....	٢٢٩

فهرس المحتويات

٥	إهداء.....
٧	مقدمة.....
١١	المحتويات.....
	باب تمهيدى
١٥	مقدمة.....
١٧	الفصل الأول : ماهية بورصة الأوراق المالية.....
١٨	تعريف البورصة.....
٢٠	قيد الأوراق المالية فى جداول البورصة.....
٢٣	أحكام عامة لتداول الأوراق المالية فى البورصة...
٢٤	أهمية بورصة الأوراق المالية ووظائفها.....
٢٥	كفاءة سوق الأوراق المالية.....
٢٧	الفصل الثانى: نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية.....
٢٨	نشأة البورصات وتطورها.....
٢٩	نشأة وتطور بورصة الأوراق المالية المصرية...
٣٧	الفصل الثالث: عناصر بورصة الأوراق المالية.....
٣٩	أولا: الأوراق المالية.....
	ثانيا: الشركات المساهمة وشركات التوصية
٤٢	بالأسهم العاملة فى سوق الأوراق المالية.....
	ثالثا: الهيئة المختصة بتنظيم سوق الأوراق المالية
٤٧	(المنظم للسوق).....
	رابعا: سمسارة الأوراق المالية ومعاونيهم
٤٩	(الوسطاء).....

٥١	الفصل الرابع: علاقة بورصة الأوراق المالية بباقي عناصر سوق المال
٥٤	المبحث الأول: علاقة بورصة الأوراق المالية بسوق النقد.....
	المبحث الثاني: علاقة بورصة الأوراق المالية بسوق رأس المال
٦٣	(الأموال متوسطة وطويلة الأجل).....
	الباب الأول
	أهم التشريعات والسياسات الاقتصادية المؤثرة على أداء بورصة
٧٣	الأوراق المالية.....
	الفصل الأول: أهم التشريعات الاقتصادية المؤثرة على أداء بورصة
٧٥	الأوراق المالية.....
	المبحث الأول: أهم التشريعات المنشأة للبورصة والقوانين
	المنظمة لها ودورها في مرونة حركة رؤوس
٧٦	الأموال.....
	القانون رقم ١٦١ لسنة ١٩٥٧ الخاص باللائحة
٧٨	العامة لبورصات الأوراق المالية.....
٨٣	قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢.....
	المبحث الثاني : أهم القوانين والقوانين المؤثرة على أداء
١١٠	بورصة الأوراق المالية.....
١١٠	أولا: قانون الشركات رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١.....
	ثانيا: قانون ضمانات وحواجز الاستثمار رقم ٨
١١٥	لسنة ١٩٩٧.....
	الفصل الثاني: أثرهم السياسات الاقتصادية على نشاط بورصة
١٢١	الأوراق المالية.....
	المبحث الأول: سياسة التأمين وأثرها السلبي على أداء
١٢٢	البورصة.....
	أولا: قوانين وقرارات التأمين كسياسة عامة للدولة
١٢٢	في حقبة الستينات.....
	ثانيا: أثر قرارات التأمين على بورصة الأوراق
١٢٤	المالية.....

	المبحث الثاني: سياسة الخصخصة ودورها في دعم وتنشيط
١٢٩	بورصة الأوراق المالية.....
١٢٩	أولاً: ماهية الخصخصة.....
	ثانياً: القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ ولائحته
١٤٨	التنفيذية.....
	ثالثاً: دور الخصخصة في دعم وتنشيط بورصة
١٥٤	الأوراق المالية.....
	. الباب الثاني
١٥٩	العنصر البشري وأثره المباشر على أداء بورصة الأوراق المالية.....
١٦١	مقدمة.....
	الفصل الأول: القائمين على إدارة البورصة وحرية التخطيط
١٦٥	وإتخاذ القرار.....
	المبحث الأول : الإدارة ودورها والأهداف التي تسعى لتحقيقها
١٦٦	لتنمية البورصة.....
١٨٠	المبحث الثاني : وظيفة التخطيط ووضع السياسات.....
١٨٠	مفهوم التخطيط وأهميته.....
١٩٠	مقومات نجاح التخطيط.....
	الإجراءات التي إتخذتها الهيئة العامة لسوق
١٩٣	المال للنهوض بالبورصة.....
٢٠٥	المبحث الثالث: حرية إتخاذ القرار وضرورة تحمل نتائجه.....
٢٠٥	البند الأول: ماهية إتخاذ القرار.....
٢٠٥	* تعريف عملية إتخاذ القرار.....
٢٠٦	* أنواع القرارات.....
٢٠٨	* خطوات عملية إتخاذ القرار.....
	البند الثاني: حرية إتخاذ القرار في البورصة
٢١١	وضرورة تحمل نتائجه.....
	الفصل الثاني: الشفافية وتكنولوجيا نظم المعلومات وأثرهما على
٢١٧	أداء البورصة.....
	المبحث الأول: دور المحاسبين ومراقبي الحسابات في تطبيق
٢١٨	مبدأ الشفافية.....

٢١٨	. ماهية الشفافية والإفصاح عن المعلومات.....
	. تقييم البنك الدولي لتطبيق القواعد الدولية
	المنظمة لإدارة الشركات في جمهورية مصر
٢٢٧	العربية.....
	المبحث الثاني: تكنولوجيا نظم المعلومات وأثرها على مرونة
٢٤٢	عمل البورصة.....
	. الإنترنت كأداة حديثة للإفصاح عن القوائم
	والتقارير المالية للشركات المصرية وأثرها على
٢٤٣	مرونة عمل البورصة.....
	. علاقة المتعاملين في سوق الأوراق المالية بشبكة
٢٤٧	الاتصالات ونقل المعلومات.....
٢٥٥	الفصل الثالث: سمسارة بورصة الأوراق المالية.....
٢٥٦	المبحث الأول: دور السمسارة في تنشيط عمل البورصة.....
	المبحث الثاني: شركات الوساطة المالية ودورها المنشود في
٢٦٨	النهوض بالبورصة.....
	. المركز القانوني لشركة السمسرة في الأوراق
٢٧٠	المالية.....
	. مسئولية شركات السمسرة في الأوراق المالية
٢٧٢	تجاه العميل.....
٢٧٤	. أهم واجبات شركات السمسرة.....
	. الدور المنشود لشركات الوساطة (السمسرة) في
٢٧٩	النهوض بالبورصة.....
	الفصل الرابع: سلوك المستثمرين في الأوراق المالية ودوره في
٢٨١	التأثير على أداء البورصة.....
	المبحث الأول: تعدد واختلاف أهداف المستثمرين في الأوراق
٢٨٢	المالية.....
٢٨٩	المبحث الثاني: تأثير أداء البورصة بسلوك المستثمرين.....
٢٨٩	أولا: المضاريات في البورصة.....
٢٩١	ثانيا: عدم وعي المستثمرين بسوق الأوراق المالية...
٢٩٩	قائمة المراجع.....
٣١٠	فهرس الجداول.....

مطابع الهيئة المصرية العامة للكتاب

ص.ب : ٢٣٥ الرقم البريدى : ١١٧٩٤ زمام

WWW.egyptianbook.org.eg

E - mail : info@egyptianbook.org.eg



بورصة الأوراق المالية ، هي المرآة التي تعكس حالة الاقتصاد القومي ، تتأثر به ،
وتؤثر فيه ، وهي محل اهتمام جميع دول العالم من المؤسسات والشركات قبل
الدول والحكومات ، فضلاً عن اهتمام رجال الأعمال والاقتصاد والأفراد
المتطلعين لاستثمار رؤوس أموالهم بأنسب الطرق بها .
وقد تناولنا في هذا الكتاب بورصة الأوراق المالية والعوامل المؤثرة فيها ، لعنا
نسهم في إلقاء الضوء عليها

Bibliotheca Alexandrina



0640092



الهيئة المصرية العامة للكتاب

٩ جنيهات

ISBN 974197100

